



Maestría en Dirección de Finanzas y Control

Valuación de Starbucks Corporation al 30 de junio de 2017

Autor: C.P. Nicolás Alejandro Valenti

Legajo: 1071448

Tutor: Mg. María Dominga del Rosario Amarfil

Cohorte: CFO 12

Fecha de Entrega: 16 de febrero de 2018

A mi padre, de quien aún hoy sigo aprendiendo.

ABSTRACT

In the current business context and globalized economy, the determination of the value of an asset, a project, or a set of assets (typically, a company) has become an almost daily task applicable to a wide range of activities and professions, with also increasingly dissimilar purposes. Taking as a starting point the fact that behind every price there are several factors that justify it or not (confirming the existence of a linkage between value and price in the first case, and the absence of it in the second), it is relevant to investigate the asset valuation process, knowing the conceptual body that the discipline of Finance uses to do it, and apply the technologies available to a specific case of reality.

To that end, this paper begins with a brief tour over the different approaches and models available to carry out the valuation, characterizing and identifying the most and least profitable of each aspect. Then the role of a financial analyst is adopted, where some of the tools and models are applied to estimate the value of Starbucks Corporation as of June 30th, 2017.

ÍNDICE DE CONTENIDO

1. OBJETIVO GENERAL.....	4
2. OBJETIVOS PARTICULARES.....	4
3. MARCO TEÓRICO.....	5
3.1 DISTINTOS ENFOQUES PARA UNA VALUACIÓN.....	5
3.2 VALUACIÓN MEDIANTE FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS	7
3.3 MERCADOS EMERGENTES: CONSIDERACIÓN DEL RIESGO	24
3.4 MARCO DE TRABAJO PARA LA REALIZACIÓN DE UNA VALUACIÓN.....	27
3.5 VALUACIÓN MEDIANTE EL ENFOQUE DE MÚLTIPLOS	29
4. MARCO METODOLÓGICO	33
5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO	34
5.1 CIFRAS Y TENDENCIAS DE LA INDUSTRIA.....	35
5.2 ANÁLISIS DEL ENTORNO COMPETITIVO	40
6. ANÁLISIS DE LA COMPAÑÍA.....	45
6.1 PRODUCTOS.....	46
6.2 ESTRATEGIA Y MODELO DE NEGOCIOS	46
6.3 SEGMENTOS DE INGRESOS	51
6.4 PLAN ESTRATÉGICO QUINQUENAL	51
6.5 ANÁLISIS FODA.....	53
7. INFORMACION CONTABLE, ANALISIS PROSPECTIVO Y VALUACIÓN.....	60
7.1. ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN CONTABLE.....	60
7.2 ANÁLISIS PROSPECTIVO.....	65
7.3 VALUACIÓN AL 30/06/2017 POR FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS..	77
7.4 VALUACIÓN AL 30/06/2017 POR ENFOQUE DE MÚLTIPLOS	80
CONCLUSIONES.....	83
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	85
ANEXOS	90

1. OBJETIVO GENERAL

El presente trabajo tiene como objetivo la estimación del valor intrínseco de Starbucks Corporation al 30 de junio de 2017 y proponer una recomendación de compra o venta sobre la acción de la empresa a dicha fecha.

2. OBJETIVOS PARTICULARES

- ✓ Analizar las diferentes técnicas y modelos de valuación para el caso en cuestión.
- ✓ A partir de la información contenida en los estados contables, relevar las dimensiones estratégica, económica y financiera de la compañía.
- ✓ Concluir sobre la valuación realizada, en función de la cotización de mercado de la acción.

3. MARCO TEÓRICO

Para dar inicio a esta sección, cabe preguntarse qué significa practicar una valuación. Damodaran (2012) afirma que, independientemente de su naturaleza, para todos los activos existe un valor; y que este valor no está circunscripto a aquellos que tienen un precio conocido por cotizar en un mercado.

Por otra parte, el autor caracteriza al valor como incierto. No se trata de una cifra objetiva, sino que surge de una estimación sustentada en un conjunto de datos, y que puede diferir de su precio en un momento determinado.

Sanjurjo et al. (2003) establece una diferencia conceptual entre precio y valor. Mientras que el primero emerge como resultado de una transacción bajo circunstancias concretas, en la determinación del valor participan una serie de hipótesis, que pueden (aunque rara vez lo hacen) coincidir con las circunstancias que definen el precio. El autor enfatiza también el peso que tiene la perspectiva del valuador al llevar a cabo su tarea, lo cual indica un alto componente de subjetividad.

Finalmente, Damodaran (2012) estipula la existencia de principios básicos y modelos de valuación, que ratifican la existencia de una disciplina estructurada y con una metodología propia.

3.1 DISTINTOS ENFOQUES PARA UNA VALUACIÓN

Existe consenso, entre los autores consultados para la realización de este trabajo, en cuanto a la existencia de una diversidad de modelos y técnicas de valuación, cada uno de los cuales con una serie de características que los hace susceptibles de ser agrupados en categorías.

Hitchner (2011) identifica tres enfoques para realizar una valuación: el de los ingresos, el del mercado y el de los activos.

En relación al enfoque de los ingresos, establece que es el más ampliamente utilizado. Considera que un inversor realiza hoy un compromiso de capital durante un

período de tiempo a cambio de uno o más flujos de fondos futuros (estimados en base a una serie de premisas) que lo compensarán por una serie de factores, como el transcurso del tiempo, la inflación y la incertidumbre o riesgo asociada a esos flujos.

De este modo, el valor de un activo en el momento en que se está practicando la valuación puede medirse como el valor actual de los flujos futuros de fondos, descontados a una determinada tasa, que considere los factores mencionados en el párrafo anterior.

El segundo enfoque, el de mercado, parte de la idea de que el valor de un activo puede determinarse en función a la relación existente con un activo comparable a este (normalizando los precios de ambos con un parámetro). También se sustenta en el principio de sustitución, que afirma que, entre dos o más valores comparables, un comprador racional va a preferir el activo normalizado de menor valor.

Esta perspectiva supone cierta dosis de subjetividad del valuador en cuestiones como la elección de los activos comparables y del parámetro normalizador. Por ejemplo, la comparabilidad entre dos compañías podría pensarse en función de sus ventas, su presencia geográfica o las líneas de negocios en las que participan.

Por último, el enfoque de los activos determina el valor de una compañía en base al valor de mercado de sus activos netos (es decir, la diferencia entre sus activos y sus pasivos) a la fecha en que se lleva a cabo la valuación.

Valentine (2011) distingue entre metodologías de relativos de un solo período y de flujos de fondos de períodos múltiples. Mientras que las primeras dan como resultado valuaciones relativas a otros valores, las segundas lo hacen en términos absolutos. A este valor absoluto lo denomina valor intrínseco.

Otra cuestión que resalta el autor para ambas metodologías es la existencia de un *trade-off* entre rigurosidad y certeza en los resultados obtenidos y simplicidad en el cálculo. La valuación absoluta es más precisa, pero implica un mayor esfuerzo de cálculo. Por el contrario, la relativa requiere menor complejidad de cálculo, aunque sus resultados son menos precisos.

Damodaran (2012) también propone una categorización de los métodos de valuación en tres enfoques. El primero de ellos, el de flujos de fondos descontados, determina el valor de un activo en función a sus flujos futuros de efectivo esperados. El segundo, denominado valuación relativa, estima el valor de un activo en base a su relación con los precios correspondientes a activos comparables, a través de una variable en común (como, por ejemplo, sus ventas, flujos de fondos o valor de libros). Finalmente, la valuación por opciones reales, utiliza modelos de valuación de opciones financieras con el objeto de realizar la medición de ciertos activos con características particulares (tales como patentes y reservas de hidrocarburos).

Dado que el propósito de este trabajo es valorar una compañía siguiendo los enfoques de flujos de fondos descontados y de valuación relativa, los próximos apartados se refieren a estos dos.

3.2 VALUACIÓN MEDIANTE FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS

En esta sección, se desarrolla en primer término la conceptualización de la perspectiva de flujos de fondos descontados. Posteriormente, se profundiza en los elementos que componen el enfoque, para finalizar con la mención de los modelos alternativos resultantes de la combinación de dichos componentes.

a. Generalidades del Enfoque

De acuerdo con Sanjurjo et al. (2003), consiste en equiparar a una empresa con un proyecto de inversión, que generará una serie de flujos futuros que deben actualizarse, en función del riesgo que esa inversión conlleve.

Con una postura similar, Hitchner (2011) conceptualiza a las valuaciones practicadas mediante este método a través de una razón matemática. En ella, el numerador representa el conjunto de flujos futuros de la inversión y el denominador la medida del riesgo e incertidumbre que poseen los potenciales inversores respecto a la cuantía y la oportunidad en que serán recibidos esos flujos de efectivo.

Damodaran (2012) caracteriza a este enfoque como la estimación del valor

intrínseco de un activo, definiéndolo como aquel al que arribaría un valuador con carencia total de sesgo, que puede calcular los flujos de caja esperados correctamente y aplicar la tasa de descuento adecuada.

En términos matemáticos, expresa lo mencionado a través de la siguiente ecuación¹:

$$Valor = \sum_{t=1}^n \frac{FF_t}{(1+r)^t}$$

Donde: n es el período en que el activo generará flujos de fondos.

FF_t es el conjunto de los flujos de fondos que corresponde al activo a ser valuado.

r es el factor de descuento apropiado para los flujos de fondos.

En resumen, se observa unanimidad en cuanto a la existencia de dos variables o elementos clave, que serán profundizadas en los próximos apartados: los flujos de fondos y el factor de descuento.



Fuente: elaboración propia en base a los distintos autores consultados.

b. Flujos de fondos: diversas medidas

La consideración de qué debe interpretarse por flujo de fondos puede ser controvertida, dado que un mismo activo podría generar flujos con características disímiles (por ejemplo, flujos ciertos y de periodicidad constante, o bien contingentes y de ocurrencia no periódica). Esta situación se magnifica en el caso de una

¹ Salvo indicación expresa, todas las notaciones matemáticas de este trabajo fueron tomadas de Damodaran (2012).

compañía, que constituye un agrupamiento de activos diferentes.

Se describen a continuación tres de las medidas de flujos más relevantes utilizadas en la técnica de valuación, de acuerdo con la bibliografía consultada.

b.1 Flujo de efectivo libre para la firma (FELF)

Sanjurjo et al. (2003) caracteriza a esta medida como el conjunto de flujos generados, disponibles para remunerar a accionistas y prestamistas, una vez que se han realizado las inversiones necesarias (capital de trabajo y/o activos fijos).

Por su parte, López Dumrauf (2013) la define como el flujo de fondos que genera la compañía, independientemente de la forma en que se financia, o bien, suponiendo que la compañía se financiara con capital propio (o *equity*).

Una de las maneras de arribar a esta cifra consiste en partir desde el resultado operativo antes de impuestos e intereses (*EBIT* o *earnings before interests and taxes*), deducir los impuestos referidos a ese resultado operativo y las necesidades de reinversión.

Lo mencionado se reproduce en el siguiente esquema:

EBIT x (1 - Tasa Impositiva)
+ Depreciación
+/- Flujo por variación en Capital de Trabajo
+/- Flujo por variación en Activos Fijos

FLUJO DE EFECTIVO LIBRE PARA LA FIRMA (FELF)

Fuente: elaboración propia en base a Damodaran (2012).

b.2 Flujo de efectivo para el accionista (FEA)

López Dumrauf (2013) afirma que es una medida residual, en cuanto a que es el flujo con el que se retribuye a los accionistas, aunque luego de haber pagado al resto de los *claimholders*. Aquí se computan, adicionalmente a los conceptos que integran el flujo de efectivo libre, los ingresos y/o salidas de fondos relacionadas con deudas financieras, y se suma o resta la variación neta en la deuda financiera para

el período considerado.

La mecánica para arribar a esta medida se expone a continuación:

Utilidad Neta
+ Depreciación
+/- Flujo por variación en Capital de Trabajo
+/- Flujo por variación en Activos Fijos
+/- Flujo por variación neta en Deuda

FLUJO DE EFECTIVO PARA EL ACCIONISTA (FEA)

Fuente: elaboración propia en base a Damodaran (2012).

b.3 Dividendos

Damodaran (2012) afirma que el uso de dividendos constituye un caso particular de flujo de efectivo para el accionista, cuya fortaleza radica en su simplicidad y lógica intuitiva, dado que se trata de una retribución real de fondos (es decir, no es un cálculo como en el caso de las otras medidas comentadas).

No obstante, la crítica que el autor realiza a esta medida es que tiene uso limitado para compañías con ratios de pago de dividendos altos y estables. Por otra parte, la distribución de dividendos en una compañía no siempre equivale a su generación real de fondos (en otras palabras, del total de fondos disponibles, la compañía debe realizar una elección entre reinversión o distribución). Finalmente, menciona la tendencia en las compañías a reemplazar las distribuciones de dividendos por otras formas de retribución (destacándose entre ellas, la recompra de acciones).

Por su parte, Sanjurjo et al. (2003) destaca que la utilización de métodos basados en dividendos como medida de flujo de fondos es adecuada desde la perspectiva de un inversor minoritario, dado que, al no poseer un grado suficiente de control, evalúa su inversión únicamente en función de la retribución que obtiene en forma de dividendos.

c. Factor de descuento (o Costo del capital)

Como se precisó en apartados anteriores, la otra variable típica del método de flujos de fondos descontados es el factor de descuento, que también se denomina costo del capital.

La presente sección se refiere al costo promedio ponderado del capital, que conforma la medida usual del costo del capital. Posteriormente, se hace hincapié en sus dos componentes de mayor relevancia: el costo del capital propio y el costo del endeudamiento.

c.1 Costo promedio ponderado del capital (wacc)

Koller et al. (2005) asevera que, para valuar una compañía, deben descontarse los flujos de efectivo libres para la firma (FELF) utilizando el costo promedio ponderado del capital (*weighted average cost of capital, o wacc*), y que este representa el costo de oportunidad que los inversores enfrentan por colocar su capital en un negocio en particular en vez de en otros que poseen similar riesgo.

Adicionalmente, subraya la importancia de la consistencia entre las medidas de flujos de fondos y del costo del capital a utilizar. Para lograr eso, el costo de capital debe satisfacer los siguientes requisitos:

- ✓ Debe contemplar el costo de oportunidad de todas las fuentes de capital (acciones, deudas e instrumentos híbridos), dado que el FELF es el flujo disponible para los diversos proveedores de fondos.
- ✓ Debe sopesar cada uno de los rendimientos requeridos por cada tipo de inversor, en función a la proporción de cada uno de ellos, medida a valores de mercados y no en cifras históricas.
- ✓ Debe ser computado luego de impuestos, dado que el FELF se computa de la misma manera.
- ✓ Debe estar nominado en la misma moneda que el FELF, y en términos nominales cuando los flujos de fondos también lo están.

En el mismo sentido, López Dumrauf (2013) define el costo del capital de la siguiente manera:

I. Depende del uso que se haga del capital y representa un costo de oportunidad. Por ejemplo, si un capital se utiliza para financiar un determinado proyecto, el costo de ese capital debe reflejar el costo de oportunidad que implica la posibilidad de financiar otra alternativa de riesgo y rendimiento comparables.

II. Constituye el costo de los fondos provistos tanto por acreedores como por accionistas. Una empresa puede ser vista como un conjunto de activos, destinados a desarrollar una serie de proyectos. A su vez, estos activos se financian con un capital total, compuesto por deudas (capital provisto por acreedores) y acciones (capital propio, provisto por accionistas). Cada parte del capital, al poseer diferencias de riesgo y en los tratamientos fiscales, tiene un costo diferente. De esta manera, es posible identificar un costo del endeudamiento y un costo del capital propio.

De acuerdo con el autor, las compañías utilizan las distintas fuentes de financiación en proporciones diferentes, por lo cual es preciso calcular el costo del capital total de la empresa como el costo promedio ponderado de todas las fuentes de capital. De esta manera, se arriba al *wacc*. Considerando a la compañía como un conjunto de proyectos, equivale al costo de financiar todos esos proyectos. También equivale al costo de capital para el riesgo promedio del proyecto constituido por la compañía, considerándola como un todo.

En relación a la ponderación de cada una de las fuentes de financiamiento, Damodaran (2015) afirma su cómputo debería siempre realizarse a valores de mercado. La lógica subyacente a ello es que el costo del capital es una medida prospectiva, que captura el costo de obtener nuevos fondos para financiar proyectos.

Para el financiamiento con capital propio, su valor de mercado es el producto del número de acciones en circulación por su cotización. Por el contrario, en compañías sin oferta pública de sus acciones, la alternativa sugerida por el autor es la utilización de estimaciones, tomando como punto de partida cifras correspondientes a compañías comparables.

En el caso de la deuda, su valor de mercado es más difícil de obtener, porque su comercialización (a través de bonos con cotización pública) es menos frecuente que en el caso de las acciones. En los casos en que no lo se comercialicen los títulos de deuda, la propuesta del autor es estimar el valor de mercado en función al valor en libros de la deuda

Con las consideraciones efectuadas, se define la siguiente igualdad, que contempla el conjunto de los componentes de la estructura de financiación de la compañía:

$$V = D + E$$

Donde V es el valor de mercado de la compañía en su conjunto.

D es el valor de mercado del endeudamiento.

E es el valor de mercado de la financiación con recursos propios.

En relación a la mecánica de cálculo de *wacc*, debe tenerse en cuenta el costo de cada componente del capital y su ponderación sobre el valor de mercado de la compañía (es decir, D/V y E/V), que se expresa en la siguiente fórmula:

$$wacc = \frac{D}{V} \times kd (1 - T) + \frac{E}{V} ke$$

Donde kd es el costo del endeudamiento.

T es la tasa de impuestos.

ke es el costo del capital propio (*equity*).

c.2 Costo del Endeudamiento

Como se mencionó, consiste en el costo de capital originado en la financiación con recursos provistos por acreedores.

Damodaran (2015) lo define en función a tres variables que lo determinan:

- ✓ El nivel actual de tasas de interés. A medida que las tasas de interés del mercado se incrementan, lo propio ocurre con el costo del endeudamiento particular de una compañía.
- ✓ La prima de riesgo de default que posee la compañía. El autor identifica una

relación directa entre la probabilidad de que la compañía incumpla sus obligaciones de deuda y el costo de la misma, para compensar por el riesgo adicional.

- ✓ El ahorro fiscal, producto de la posibilidad de deducir los intereses en el pago de impuestos. Ello resulta en que el costo de endeudamiento luego de impuestos sea inferior al costo antes de ellos. Lo expresado se muestra en la siguiente expresión:

$$kd \text{ (luego de impuestos)} = kd \times (1 - T)$$

Donde kd es el costo del endeudamiento (antes de impuestos).

T es la tasa de impuestos.

Para la estimación del costo del endeudamiento, el autor distingue tres posibles situaciones de la compañía objeto de la medición.

Si sus títulos de deuda cotizan en los mercados de manera usual, el costo de endeudamiento equivale a la tasa interna de retorno de dichos títulos, calculada en función de su cotización y sus flujos futuros de cupones y/o principal.

Si, por el contrario, la deuda no cotiza en mercados de manera regular, pero la compañía posee una calificación crediticia emitida por una agencia calificador de riesgo, propone estimar el costo de endeudamiento considerando el costo adicional vinculado a ese grado o calificación de riesgo.

En el último de los casos planteados, cuando los instrumentos de deuda no cotizan ni poseen calificación crediticia, propone aplicar alguna de las siguientes dos herramientas. En primer término, un análisis de las últimas experiencias de toma de deuda de la compañía. En segunda instancia, la confección de un rating sintético, en base a sus ratios financieros (principalmente, el de cobertura de intereses, que evalúa el cociente entre ingresos operativos y costo financiero) y compararlo contra el de empresas que sí cotizan o tienen una calificación crediticia realizada por una agencia.

Finalmente, Koller et al. (2005) propone no considerar, para su estimación, el costo

de las emisiones de deuda financiera de corto plazo, dado que sus horizontes temporales no son consistentes con los de generación de fondos de la compañía.

c.3 El Modelo CAPM y su uso en la estimación del costo del capital propio

De acuerdo con Koller et al. (2005), para calcular el costo del capital propio de una compañía, debe estimarse el rendimiento esperado de sus acciones. Dado que este valor no es directamente observable, debe acudirse a alguno de los modelos existentes, que relacionan riesgo con retorno esperado.

El de mayor difusión es el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que postula que el retorno esperado de un instrumento financiero puede estimarse como el rendimiento del activo libre de riesgo más una prima de riesgo de mercado, afectada por un coeficiente relativo a ese instrumento, denominado beta.

Ross (2010) et al. señala un conjunto de supuestos y caracteres básicos que sustentan al modelo CAPM.

- ✓ Existe una relación positiva entre riesgo y rentabilidad de la inversión. Es decir, los inversores asumen niveles crecientes de riesgo únicamente si son recompensados con mayor rentabilidad.
- ✓ El riesgo correspondiente a una inversión puede segregarse en dos componentes: el sistemático (o de mercado) y el no sistemático (o idiosincrático). La distinción entre ambas es que el primero afecta (en mayor o menor medida) a un gran número de activos, mientras que el riesgo no sistemático afecta específicamente a un grupo pequeño o a un solo activo.
- ✓ Dado que los inversores diversifican sus portafolios, el riesgo no sistemático es susceptible de ser eliminado. Por el contrario, el riesgo de mercado no puede ser eliminado a través de la diversificación.
- ✓ La cantidad de riesgo sistemático difiere para cada uno de los instrumentos en los que se invierte. La medida de ese riesgo es el coeficiente beta.
- ✓ Para la elección de sus portafolios, todos los inversores tienen las mismas estimaciones de rentabilidad y de riesgo (lo que se conoce como expectativas

homogéneas). De este modo, conforman el denominado portafolio de mercado.

- ✓ El rendimiento de un activo está positiva y directamente relacionado a su beta.

López Dumrauf (2013) define los pasos que deben seguirse para la aplicación del modelo sobre un determinado activo:

- a. Estimar el rendimiento del activo libre de riesgo
- b. Calcular el beta del activo bajo análisis
- c. Estimar el rendimiento esperado para el mercado
- d. Obtener el rendimiento esperado para el activo (de acuerdo a la siguiente fórmula):

$$R(i) = rf + \beta_i (rm - rf)$$

Donde rf es el rendimiento del activo libre de riesgo.

β_i es el coeficiente beta correspondiente al instrumento i .

rm es el rendimiento esperado del mercado.

$(rm - rf)$ es la prima de riesgo del mercado.

Los tres inputs del modelo serán desarrollados en las siguientes secciones. Particularmente, se hará hincapié en su aplicación en un tipo de instrumento o activo: la acción de una compañía, con el propósito de estimar su costo del capital propio (ke).

c.3.1 El rendimiento del activo libre de riesgo

Damodaran (2015) define a este activo como aquel para el cual el inversor conoce su retorno esperado de antemano con certeza. Esto implica que satisfaga dos requisitos:

- I. Inexistencia de riesgo de incumplimiento por parte del emisor
- II. Ausencia de flujos intermedios (previos al vencimiento del activo), dado que estos

traen aparejado el riesgo de que el inversor deba reinvertir a tasas diferentes a las originalmente previstas. Es decir, debe tratarse de *zero-coupon bonds*.

Respecto al plazo, el autor afirma que el activo a considerar debería tener un vencimiento lo más similar posible al de los flujos que se están considerando en la valuación.

Considerando estas premisas, propone para la estimación del retorno del activo libre de riesgo utilizando el rendimiento de bonos gubernamentales de largo plazo correspondientes a países con bajo o nulo riesgo de default, y que cotizan en mercados. Menciona como ejemplo los bonos emitidos por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos (*Treasuries*).

Con idéntica postura, Koller et al. (2005) propone también considerar el retorno de bonos de gobiernos nacionales con bajo riesgo de incumplimiento (Estados Unidos y Alemania), cuyo vencimiento se aproxime al del flujo de fondos utilizado en la valuación.

c.3.2 El rendimiento esperado del mercado

Como se mencionó previamente, CAPM supone la existencia de un portafolio elegido por la totalidad de los inversores, que se denomina portafolio de mercado.

Según Damodaran (2015), este último incluye a todos los instrumentos negociados, ponderados de acuerdo a sus valores de mercado. Dado que tal instrumento no existe en la realidad, la búsqueda de un índice lo más cercano posible suele llevar hacia la utilización del *Standard & Poor's 500 (S&P 500)* como *proxy*. Si bien incluye únicamente 500 acciones, está conformado por las compañías de mayor capitalización bursátil del mercado y ponderadas de acuerdo con su valor de mercado.

c.3.3 La prima de riesgo esperada

De acuerdo con Damodaran (2015), este concepto mide, en promedio, el rendimiento adicional exigido por los inversores para destinar sus fondos al portafolio

de mercado en vez de una inversión libre de riesgo. Señala, además, que esta prima es función del grado de aversión al riesgo que posean los inversores.

Para su estimación, identifica como práctica más usual la extrapolación de series de datos históricos, relativos a la diferencia entre el rendimiento promedio del portafolio de mercado (que, como se mencionó, suele tomar como *proxy* el índice S&P 500) y el de instrumentos libres de riesgo (por ejemplo, bonos de largo plazo emitidos por el Tesoro de Estados Unidos), a lo largo de un determinado período de tiempo.

No obstante, señala también que se trata de una cuestión controvertida, debido a discrepancias en la elección del período de tiempo de la serie de datos, la elección de instrumento libre de riesgo y en la manera de calcular los rendimientos promedio (media geométrica o media aritmética).

Para subsanar estas cuestiones, Koller et al. (2005) propone las siguientes pautas para su estimación:

- ✓ Utilizar series de datos lo más amplias posible, para reducir el error de estimación.
- ✓ Considerar a los bonos de largo plazo emitidos por el Tesoro de Estados Unidos, para la comparación con los rendimientos del mercado.
- ✓ Utilizar la media aritmética como estimador de la rentabilidad futura.

c.3.4 El coeficiente beta

CAPM presupone la existencia de inversores diversificados, que eliminan el riesgo no sistemático. Es por ello que, siguiendo a Brealey et al. (2010), para este modelo el riesgo de un instrumento considerado aisladamente no es relevante, sino que lo que importa es su contribución marginal al riesgo del portafolio del mercado. Esa contribución es lo que mide el coeficiente beta.

Aplicado a una acción, López Dumrauf (2013) define al coeficiente beta como la sensibilidad de los cambios en el rendimiento de la misma, con respecto a los cambios en el rendimiento del mercado.

En relación a la forma de estimar su valor, dos de los enfoques más utilizados son mediante la utilización de datos históricos y a través de sus determinantes.

En cuanto al primero, basado en el uso de datos históricos, López Dumrauf (2013) afirma que consiste en realizar una regresión lineal que relacione los rendimientos de la acción cuyo costo se desea estimar, con el rendimiento del mercado. Beta equivale a la pendiente de la línea de regresión obtenida.

Koller et al. (2005) complementa este enfoque, proponiendo las siguientes pautas prácticas para su cálculo:

- ✓ Utilizar los datos de los rendimientos de la acción agrupados de manera mensuales, dado que períodos más acotados llevan a desvíos en los resultados obtenidos.
- ✓ realizar la regresión contra un índice relevante, como el S&P 500.
- ✓ Considerar como mínimo 60 registros, examinando que en el transcurso del período analizado no hayan ocurrido cambios estructurales, que podrían invalidar los resultados obtenidos.

Respecto al enfoque de los determinantes, Damodaran (2015) hace hincapié en la estimación en base a tres variables determinantes o fundamentales de beta:

a. Tipo de negocio/s de la compañía: aquellas compañías que operan en sectores económicos cíclicos, tendrán betas más altas que las que no, debido a que poseen un mayor grado de sensibilidad respecto a las condiciones generales de la economía. De modo similar, aquellas compañías que comercializan productos de consumo discrecional, están, a priori, más expuestas que aquellas que venden productos de primera necesidad.

b. Grado de apalancamiento operativo de la compañía: el apalancamiento operativo se define en términos de la relación existente entre costos fijos y costos totales, correspondientes a una compañía. Debido a la mayor incidencia de costos fijos, un cambio en el nivel de ventas, generará un mayor cambio en la rentabilidad en una compañía con mayor grado de apalancamiento operativo que otra.

c. Grado de apalancamiento financiero de la compañía: un mayor grado de apalancamiento financiero (medido a través del ratio deuda/*equity*) implica un mayor riesgo sistemático, y por ende mayor demanda de rentabilidad por parte de los accionistas.

Posteriormente, el autor establece una importante distinción entre beta desapalancada y apalancada. La primera, denominada también beta de los activos, está vinculada a los dos primeros determinantes, independientemente del apalancamiento financiero. La segunda, por su parte, incluye también al tercer determinante.

La relación entre ambas medidas es la siguiente:

$$\beta_l = \beta_u \left(1 + (1 - T) \frac{D}{E} \right)$$

Donde β_l es el coeficiente beta apalancada.

β_u es el coeficiente beta desapalancada.

T es la tasa de impuestos.

D/E es la medida del apalancamiento financiero.

Aplicando la distinción mencionada, propone un enfoque para la estimación de beta, prescindiendo de los rendimientos históricos, denominado *Bottom-Up*. Para ello, propone seguir el siguiente conjunto de lineamientos prácticos:

- I. Identificar el o los negocios en los que se desenvuelve la compañía.
- II. Estimar el promedio de las betas desapalancadas de las compañías comparables que se encuentran en el mismo sector.
- III. Para determinar la beta desapalancada de la compañía en su conjunto, obtener el promedio ponderado de las betas desapalancadas de cada uno de los negocios en los que participa la compañía.
- IV. Calcular el nivel de apalancamiento financiero actual o proyectado de la compañía (es decir, el ratio deuda/*equity*), o en su defecto el estándar correspondiente al sector o industria.

V. Estimar beta apalancada para la acción de la compañía, tomando como input la beta desapalancada calculada en III y el apalancamiento financiero de IV.

d. Modelos alternativos de valuación mediante Flujos de Fondos Descontados

Damodaran (2015) identifica dos alternativas para utilizar el método de flujos de fondos descontados: valuar solamente el *equity* o a la compañía en su conjunto. Aunque la mecánica es similar bajo ambas, los flujos de efectivo y las tasas de descuento a utilizar difieren en cada caso. Precisamente, la elección del factor de descuento estará definida por la de los flujos de efectivo.

El valor del *equity* se obtiene considerando el flujo de efectivo para el accionista (FEA_t) descontado al costo del capital propio (ke) a través de la siguiente relación:

$$\text{Valor del Equity} = \sum_{t=1}^n \frac{FEA_t}{(1 + ke)^t}$$

Por su parte, el valor de la compañía se obtiene teniendo en cuenta el flujo de efectivo libre para la firma ($FELF_t$), y actualizándolo al costo promedio ponderado del capital ($wacc$).

$$\text{Valor de la Compañía} = \sum_{t=1}^n \frac{FELF_t}{(1 + wacc)^t}$$

Los otros dos parámetros que el autor identifica para elaborar una valuación tienen que ver con los patrones de crecimiento futuro de fondos:

- ✓ La tasa de crecimiento futuro esperada de los flujos de fondos. Esta debe ser coherente con la medida de flujos de efectivo adoptada. Si son flujos de efectivo del accionista, la tasa de crecimiento que resulta relevante está relacionada con medidas propias del *equity* (como la utilidad neta o la ganancia por acción). Por el contrario, si se considera el flujo de efectivo libre, el crecimiento que se pronostica deberá tener como base la proyección de ingresos.

- ✓ La estimación del punto a partir del cual la compañía comenzará a crecer a un ritmo constante (período estable). Dado que las compañías no tienen una fecha prevista de finalización determinada, lo usual es practicar la valuación por un período denominado de alto crecimiento, hasta un determinado momento futuro. De allí en adelante, se prescinde de la estimación de los flujos de efectivo, asumiendo una tasa de crecimiento constante de los flujos, comenzando el denominado período de crecimiento estable.

En función a estos dos parámetros, el autor propone tres patrones de crecimiento de los flujos de efectivo, bajo los cuales puede clasificarse a las compañías:

- I. Aquellas que ya se encuentran en la etapa estable de crecimiento.
- II. Las que tienen una tasa constante durante el período de alto crecimiento, que cae de manera abrupta hacia la tasa de crecimiento del período estable.
- III. Finalmente, aquellas que crecen a una determinada tasa, luego atraviesan una fase de transición con crecimiento menos pronunciado, y finalmente para alcanzan el crecimiento estable.

La segunda y tercera situación conforman, respectivamente, los denominados modelos de dos y tres etapas. Ambos se presentan a continuación.

d.1 Modelo de dos etapas

En relación a este modelo, Damodaran (2012) señala que el supuesto de una etapa de crecimiento extraordinario que cae de manera instantánea a la de crecimiento estable no es realista, y ello es más cuestionable a medida que la brecha entre las tasas de crecimiento extraordinaria y estable sea más amplia.

Por ello, este modelo resulta más adecuado para situaciones en las que existe un control sobre fuentes de crecimiento extraordinario, que se halla delimitado en el tiempo. Por ejemplo, a través de las barreras legales de entrada generadas por una patente o licencia en una determinada industria.

d.2 Modelo de tres etapas

El modelo de tres etapas es similar al anterior, aunque más flexible. Como se mencionó, incorpora entre la etapa de crecimiento extraordinario y la de crecimiento estable, una tercera etapa de transición.

En términos de su notación matemática, se expresa de la siguiente manera:

$$\sum_{t=1}^{n1} \frac{FF_0 x (1 + g(\text{ext. 1}))}{(1 + kx)^t} + \sum_{t=n1+1}^{n2} \frac{FF_{n1} x (1 + g(\text{ext. 2}))}{(1 + kx)^t} + \frac{Pn2}{(1 + kx)^{n2}}$$

Donde FF_0 es el último flujo de fondos percibido (dividendos, FCFF, CCF o FCFE).

$g(\text{ext. 1})$ es la tasa de crecimiento correspondiente a la primera sub-etapa de crecimiento extraordinario.

kx es la tasa de descuento apropiada para el flujo de fondos.

$n1$ es el tiempo transcurrido entre el momento cero y el final de la primera sub-etapa de crecimiento extraordinario.

$n2$ es el tiempo transcurrido entre el momento cero y el final de la segunda sub-etapa de crecimiento extraordinario.

FF_{n1} es el flujo de fondos correspondiente al momento $n1$.

$g(\text{ext. 2})$ es la tasa de crecimiento correspondiente a la segunda sub-etapa de crecimiento extraordinario.

P_{n2} es el valor terminal del período estable de crecimiento.

La etapa de crecimiento estable presupone la existencia ad infinitum de la compañía. Por ello, el valor terminal (P_{n2}) al inicio de dicha etapa se plantea en términos del valor actual de una perpetuidad creciente.

$$P_{n2} = \frac{FF_{n+2}}{(kx - g(\text{est}))}$$

Donde FF_{n+2} es el flujo de fondos del primer período de la etapa estable.

kx es la tasa de descuento apropiada para el flujo de fondos.

$g(\text{est})$ es la tasa de crecimiento correspondiente a la etapa estable.

Según el autor, la ventaja en la aplicación de este modelo es que suaviza la transición entre las diferentes etapas de crecimiento, por lo cual resulta más apto

para compañías con determinadas ventajas competitivas y altas tasas de crecimiento en la actualidad, que se asume desaparecerán gradualmente.

Su desventaja radica en el incremento en su complejidad, dada la necesidad de duplicar las hipótesis que sustentan la estimación del crecimiento para las dos sub-etapas.

Finalmente, cabe aclarar que este modelo es susceptible de continuar escalando hacia n etapas, manteniéndose el mencionado *trade-off* entre precisión y costo de elaboración.

3.3 MERCADOS EMERGENTES: CONSIDERACIÓN DEL RIESGO

Respecto a la valuación de compañías que operan a escala mundial (como, por ejemplo, aquella de la que es objeto el presente trabajo) se manifiesta una problemática adicional, que es el hecho de que una parte de sus operaciones son efectuadas en países que integran los denominados mercados o economías emergentes.

Koller et al. (2005) afirma que, en estos mercados existe una serie de riesgos y obstáculos para los negocios, incluyendo incertidumbre macroeconómica, mercados de capitales ilíquidos, controles sobre los flujos de capital hacia dentro y fuera del país, normas contables y niveles de divulgación menos rigurosos, y altos niveles de riesgo político. De todo esto se desprende la existencia de mayores riesgos para el inversor, respecto a invertir en un país no caracterizado como emergente.

Por lo expuesto, a efectos de valorar un negocio o una parte de un negocio que se desarrolla en un mercado emergente, debe practicarse un ajuste que refleje los riesgos adicionales a los que se halla expuesta la inversión.

Sanjurjo et al. (2003) afirma que no existe consenso respecto a cómo cuantificar estos riesgos, sino que se trata de una decisión entre dos alternativas: ajustar los flujos de fondos estimados o el factor de descuento. Aplicados correctamente,

ambas deberían permitir arribar al mismo resultado.

Respecto a primera de las alternativas (ajustar los flujos de fondos), Koller et al. (2005) propone proyectar distintos escenarios hipotéticos, que planteen un comportamiento más o menos severo de las variables de riesgo político y económico consideradas. Los flujos a considerar en la valuación son los referidos a cada uno de estos escenarios, ponderados por su probabilidad de ocurrencia (que en su conjunto debe ser igual a uno).

La otra alternativa para reflejar riesgos adicionales en mercados emergentes consiste en ajustar el factor de descuento. Al respecto, Damodaran (2015) propone tres metodologías, todas basadas en el modelo CAPM.

I. El método del spread de default de bonos, que implica adicionar a la prima de mercado de Estados Unidos (calculada según CAPM) un riesgo país "adicional" (denominado *CDS* o *country default spread*), que surge de contrastar el diferencial de rendimiento entre bonos de Estados Unidos y el del país emergente.

$$k_e = r_f + \beta_e (r_m - r_f) + CDS$$

Donde k_e es el costo del capital propio.

r_f es el rendimiento del activo libre de riesgo.

β_e es el coeficiente beta para la acción e .

r_m es el rendimiento esperado del mercado.

CDS es el *country default spread*.

II. El enfoque de la desviación estándar relativa consiste en ajustar la prima de riesgo de Estados Unidos ($r_m - r_f$) por una medida de volatilidad, dada por el cociente entre la desviación estándar del mercado bursátil del mercado emergente contra la del mercado bursátil de Estados Unidos.

$$k_e = r_f + \beta_e (r_m - r_f) \left(\frac{\sigma_{Equity\ emerg}}{\sigma_{Equity\ US}} \right)$$

Donde k_e es el costo del capital propio.

r_f es el rendimiento de un activo libre de riesgo.

β_e es el coeficiente beta para la acción e .

r_m es el rendimiento esperado del mercado.

$\sigma_{Equity\ emerg}$ es la desviación estándar del mercado bursátil del país emergente.

$\sigma_{Equity\ US}$ es la desviación estándar del mercado bursátil de Estados Unidos.

III. Finalmente, el método de los spreads de default más desviaciones estándares relativas es una combinación de los dos anteriores. Al costo del capital propio calculado según CAPM, se suma el *country default spread*, ponderado a través de la razón entre la volatilidad del mercado de acciones respecto a la de los bonos del país emergente (medidas ambas a través de sus respectivas desviaciones estándar).

$$k_e = r_f + \beta_e (r_m - r_f) + CDS \left(\frac{\sigma_{Equity\ Emerg.}}{\sigma_{Bonds\ Emerg.}} \right)$$

Donde k_e es el rendimiento esperado de una acción (y la medida del costo del capital propio).

r_f es el rendimiento de un activo libre de riesgo.

β_e es el coeficiente beta para la acción e .

r_m es el rendimiento esperado del mercado.

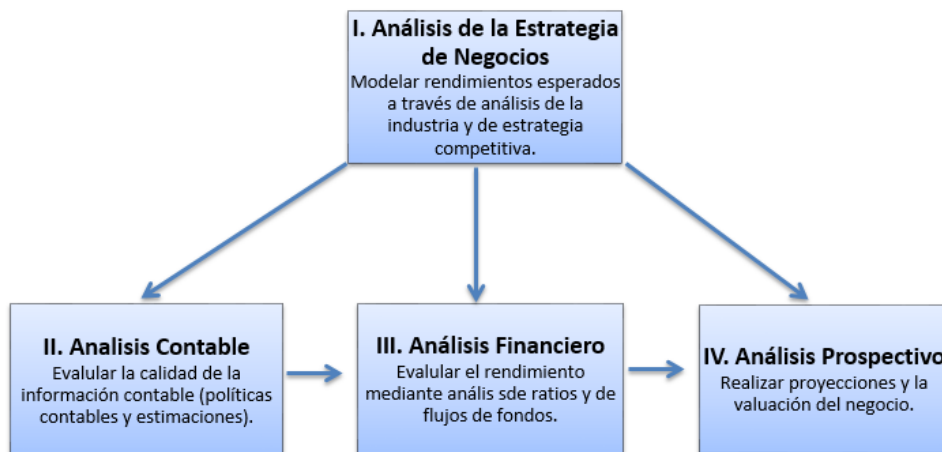
$\sigma_{Equity\ emerg}$ es la desviación estándar del mercado bursátil del país emergente.

σ Bonds Emerg. es la desviación estándar del mercado de bonos del país emergente.

3.4 MARCO DE TRABAJO PARA LA REALIZACIÓN DE UNA VALUACIÓN

Habiendo recorrido el corpus teórico relacionado con la valuación por flujos de fondos descontados, resta presentar un modelo de análisis, aplicable en el momento de practicar la valuación de una compañía.

En tal sentido, Palepu et al. (2014) identifica la siguiente secuencia de análisis de cuatro etapas, cada una de las cuales incluye determinadas herramientas de análisis.



Fuente: elaboración propia en base a Palepu et al. (2014).

I. Análisis de la estrategia de negocios: consiste en identificar aquellos factores claves de rentabilidad y crecimiento, así como también los riesgos empresariales, con el objeto de evaluar el potencial de la compañía, en términos cualitativos.

Para ello, las herramientas utilizadas son dos: el análisis de la industria en la que la empresa se desempeña y de la estrategia que lleva adelante para crear una ventaja competitiva sostenible en el tiempo.

En relación al análisis de la industria, el modelo que adopta el autor, y que seguirá este trabajo es el presentado por Porter (1980), en el cual se mide el grado de

atracción de un sector en términos de su rentabilidad potencial, en función de cinco factores o fuerzas que ejercen su influencia sobre el mismo. Dichas fuerzas son las siguientes: la rivalidad entre los participantes actuales, la amenaza de nuevos ingresantes, la amenaza de productos sustitutos y el poder relativo de negociación de proveedores y de clientes.

II. Análisis contable: se pretende evaluar el grado en que la información contable de una empresa capta la realidad del negocio. Ello es porque la normativa contable otorga discrecionalidad en el uso de políticas y estimaciones contables que podrían dar lugar a ciertas distorsiones en la información presentada. Vinculado a esto, el autor propone, de corresponder, "deshacer" las distorsiones existentes en la contabilidad.

III. Análisis Financiero: en esta fase, el objetivo es realizar una evaluación del desempeño actual y pasado de la empresa y evaluar su sostenibilidad, utilizando su información financiera. En otras palabras, desde la información cuantitativa se exploran cuestiones del negocio.

Las dos herramientas que se utilizan en esta etapa son el análisis de ratios y el análisis del flujo de caja.

IV. Análisis prospectivo: consiste en estimar el futuro de una empresa. Las técnicas comúnmente utilizadas son la proyección de estados financieros y la valuación propiamente dicha.

Finalmente, el autor destaca la interrelación existente entre esta última etapa y las tres anteriores, en el sentido de que mientras más exhaustivos sean los análisis de la estrategia, contable y financiero, mejor será la base para estimar el valor intrínseco y realizar las proyecciones correspondientes.

3.5 VALUACIÓN MEDIANTE EL ENFOQUE DE MÚLTIPLOS

a. Generalidades del Enfoque

De acuerdo con Berk y De Marzo (2008), esta metodología (que también se denomina método de los comparables) se caracteriza por estimar el valor de un activo en base al de otro u otros similares. Dado que estos valores son similares, pero no idénticos, se requiere como paso previo expresar a todos ellos como un múltiplo de valuación. Esto consiste en expresar el valor en términos de su relación con otra medida o factor, que resulta común para todos los valores disponibles.

Al comparar este método con el de flujos de fondos descontados, los autores advierten como ventaja la mayor simpleza y rapidez del primero y el hecho de tomar como punto de partida los precios de activos reales, en lugar de pronósticos sujetos a errores más o menos relevantes.

Damodaran (2012) agrega, también contrastando ambos métodos, que ambos poseen una concepción diferente de eficiencia del mercado. La perspectiva de flujos de fondos descontados asume que los mercados cometen errores que se corrigen a través del tiempo, y que estos errores pueden ocurrir a través de todo el mercado. Por el contrario, la valuación por múltiplos asume que, si bien los mercados cometen errores sobre activos individuales, el promedio sus valores son correctos.

b. Clasificaciones

Damodaran (2012) propone dos clasificaciones para el enfoque de múltiplos. La primera se basa en el tipo de datos a utilizar para realizar la comparación de valores. En este sentido, distingue entre:

- ✓ Comparaciones entre múltiplos basados en distintos activos (lo que denomina comparación transversal).
- ✓ Comparaciones entre múltiplos del mismo activo, pero referidos a distintos períodos de tiempo.
- ✓ Aplicación del enfoque basado en los fundamentales de los activos valuados. Implica relacionar los múltiplos con sus fundamentales. Ellos son las tasas de

crecimiento de los ingresos y flujos de efectivo, el nivel de reinversión y el grado de riesgo.

La segunda clasificación es en función al tipo de factor utilizado para confeccionar el múltiplo, distinguiendo los siguientes:

1. Múltiplos basados en las Ganancias

Observan la relación existente entre el precio de un activo y las ganancias que genera. El múltiplo de este tipo más utilizado es el *Price to Earnings (P/E)*, que se define como la razón entre precio de mercado y ganancias por acción (siendo esta última, el cociente entre utilidad neta de un período y cantidad de acciones).

$$P/E = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Ganancia por Acción}}$$

Afirma el autor que la cuestión más controvertida en la aplicación de este múltiplo es la variabilidad del concepto de ganancia por acción, particularmente en compañías con altas tasas de crecimiento y altos niveles de riesgo. La consideración de diferentes medidas de ganancia (entre otras, las pasadas o las pronosticadas) puede implicar grandes variaciones en el múltiplo. Por otra parte, este concepto está sujeto a la discrecionalidad en la aplicación de políticas contables por parte de la gerencia de la compañía.

Alternativamente, puede también considerarse la relación existente entre el valor de la compañía (*Enterprise Value*) con sus ingresos operativos, medidos a través de EBITDA (ingresos antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización).

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Valor de Mercado de la Firma}}{EBITDA}$$

Sus ventajas en relación a P/E son, entre otras, que EBITDA es una medida que suele arrojar resultados negativos en menor medida que el resultado neto (situación que inhabilitaría el uso de múltiplos de ganancias). Por otra parte, elimina parcialmente el impacto de la discrecionalidad en cuestiones contables. Finalmente, permite la comparabilidad entre empresas con diferentes estructuras de capital, dado

que la cifra prescinde, por ejemplo, de intereses y otros resultados financieros vinculados con mayor o menor presencia de deuda.

II. Múltiplos basados en el Valor de Libros

Consideran la relación existente entre precio y valor contable de un activo, bajo la premisa de que, si el primero es inferior al segundo, está subvalorado; y viceversa.

El más usual de ellos es el múltiplo *Price to Book to Value* (PBV), que se expresa como el cociente entre el precio de la acción y el valor de libros por acción.

$$PBV = \frac{\text{Precio de la Acción}}{\text{Valor de Libros por Acción}}$$

III. Múltiplos basados en Ingresos

Este múltiplo se basa en la medida contable de los ingresos. Considera que compañías con múltiplos de ingresos bajos se hallan subvaluadas en relación a aquellas cuyos valores sean altos.

El múltiplo de esta tipología más utilizado es el *Price to Sales* (PS), donde se relaciona el valor de mercado del *equity* con los ingresos.

$$PS = \frac{\text{Valor de Mercado del Equity}}{\text{Ingresos}}$$

IV. Múltiplos específicos de Sectores

A diferencia de los múltiplos presentados anteriormente, son específicos para un sector. Mientras que el numerador por lo general corresponde a los valores de mercado de la compañía, el denominador se define en términos de una unidad operativa que genera ingresos y beneficios para la compañía.

Su fortaleza radica en que la normalización se realiza utilizando una medida vinculada a las circunstancias operativas específicas de la misma y que prescinde de medidas surgidas de la contabilidad. Su limitante es la susceptibilidad de generar una “visión de túnel” que no considere posibles efectos que afectan globalmente a los distintos sectores de la economía.

A modo de resumen, se presenta un ejemplo para graficar algunos de los múltiplos presentados.

Concepto	Ref.	Compañía A	Compañía B	Situación de A versus B
Precio de la acción	A	171,64	221,00	
Ventas	B	92.347	135.987	
EBITDA	C	12.427	4.186	
Utilidad Neta	D	7.500	2.371	
Cantidad de Acciones	E	1.870	700	
Patrimonio neto (contable)	F	35.158	19.285	
Equity a Valor de Mercado	G = A x E	320.967	154.700	
Valor de mercado de la Deuda	H	-	23.620	
Valor de mercado de la Compañía	I = G + H	320.967	178.320	
Ganancia por Acción	J = D / E	4,01	3,39	
PE	K = A / J	42,80	65,25	SUBVALUADA
EV/EBITDA	L = I / C	25,83	42,60	SUBVALUADA
PBV	M = G / F	9,13	8,02	SOBREVALUADA
PS	N = G / B	3,48	1,14	SOBREVALUADA

Fuente: elaboración propia.

4. MARCO METODOLÓGICO

En función de los objetivos propuestos, se ha seleccionado la metodología de trabajo cuali-cuantitativa con predominio cuantitativo, dado que, si bien priman los datos numéricos, para realizar la valuación también se comparan diversas técnicas y procedimientos.

El estudio es exploratorio, descriptivo y no experimental, y -dentro de estos últimos- transversal. La unidad de análisis es la compañía objeto de la valuación (Starbucks Corporation) y su contexto (su entorno competitivo).

En el presente trabajo se ha procurado triangular en el marco teórico, a los efectos de asegurar, en mayor grado, los resultados de la investigación.

Finalmente, el lugar donde se ha desarrollado el presente trabajo es Buenos Aires, Argentina, y el arco temporal comprendió de diciembre 2016 a septiembre 2017.

5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

La industria en la que se desempeña la compañía es la de café de especialidad (*specialty coffee*). Conformar un sub-segmento que se distingue de la industria del café común o comercial, por cuestiones como precios más altos, canales de distribución más específicos y calidad superior en sus productos.

En relación a esta última característica, el factor primordial que la determina es la variedad del grano con el que se elabora. Si bien existen en el mundo más de cien variedades de café, en la producción se utilizan principalmente dos: la arábica y la robusta. La primera de ellas es la que se utiliza para producir el café de especialidad.

En comparación con la variedad robusta, las condiciones relativas al clima y a la calidad química del suelo necesarias para la producción de arábica son más rigurosas y su rendimiento es menor. El anexo I muestra la distribución mundial de la producción del café, para ambas clases.

Por otra parte, por su menor contenido de cafeína y mayor de azúcares y lípidos, arábica se caracteriza por ofrecer un sabor más agradable al consumidor.

Adicionalmente a las condiciones de la materia prima, existen otros factores que determinan la calidad del café de especialidad. En ese sentido, existe un ente encargado de fijar criterios y estándares objetivos para medir la calidad del café y otorgarle la calificación de especialidad, denominado *Specialty Coffee Association of America* (SCAA).

Según esta entidad (SCAA, 2017), los participantes del proceso productivo del café requeridos para asegurar su calidad, son los siguientes:

- ✓ El Productor, encargado del cultivo del grano de café.
- ✓ El Comprador del grano, que realiza un proceso de evaluación de los mismos a través del *cupping*. Este proceso consiste en una degustación sistemática, a efectos de evaluar la calidad grano obtenido.
- ✓ Los Tostadores del grano de café, que son aquellas personas que obtienen el

grano tostado a través de rigurosos procesos.

- ✓ El Barista, es decir, la persona que prepara la bebida. Su actuación resulta fundamental, dado que, si en esta etapa el grano tostado no se manipula correctamente, su sabor podría perderse.

En otras palabras, cada uno de los eslabones del proceso de transformación de la materia prima, almacenamiento, tostado y elaboración del producto final son relevantes para lograr la calidad necesaria para que, en última instancia, el café sea considerado de especialidad.

5.1 CIFRAS Y TENDENCIAS DE LA INDUSTRIA

El sitio web de la *International Coffee Organization* (ICO, 2017) contiene las cifras relativas a la producción y el consumo mundial de café para el período 2013-2016, que son reproducidos en el anexo II.

Las cuestiones más relevantes que se observan de la lectura de dichos datos son las siguientes:

- ✓ Para el período 2013-2016, hubo una distribución de la producción mundial en aproximadamente 60% y 40%, entre las variedades arábica y robusta, respectivamente. Por otra parte, se advierte una tendencia al incremento de la producción de la primera, en detrimento de la segunda.
- ✓ La producción se concentró principalmente en las regiones de América del Sur y Asia, con un 47,3% y 30,7% del total, respectivamente, para el período analizado.
- ✓ Cinco países (Brasil, Vietnam, Colombia, Indonesia y Etiopía) concentraron aproximadamente un 74% de la producción mundial.
- ✓ En relación al consumo, aproximadamente el 73% se nucleó alrededor de tres regiones: Europa, Asia y Oceanía y América del Norte.
- ✓ Finalmente, se destaca un crecimiento consolidado del consumo de casi un 2%, para el promedio del período analizado.

Por otra parte, según Business Insider (2017) el valor de la industria del café es superior a los cien mil millones de dólares anuales, lo cual la posiciona en el segundo lugar en términos de industrias de *commodities*, detrás del crudo.

A continuación, se realiza un recorrido por las tendencias de consumo de las regiones y/o países más relevantes en términos de consumo del producto, destacando que ellas se corresponden con los principales mercados de Starbucks.

a. Estados Unidos

A efectos de dimensionar el sector, en *U.S. Specialty Coffee Facts & Figures (2015)* se asevera que, sobre el total de la industria del café de Estados Unidos, en 2014 el 51% del consumo de café fue de especialidad (contra un 40% en 2010). Por otra parte, para el mismo año, el valor del sector del café en general ascendió a U\$S 48 mil millones, con una participación aproximada del café de especialidad del 55%.

Otra cifra que refleja el crecimiento del sector, presentada en *U.S. Specialty Coffee Consumption (2017)*, es el incremento en el período 1999-2014 del porcentaje de adultos que bebieron café de especialidad con frecuencia diaria y semanal, del 9% al 34%, y del 30% al 50%, respectivamente.

Respecto al análisis del crecimiento, medido por el número de tiendas, Ward (2016) afirma que ha habido crecimiento sostenido en el período 1991-2016, pero con tendencia a la desaceleración hacia los últimos años al acercarse al presente.

La siguiente tabla ilustra lo expuesto:

Año	Cantidad de tiendas	Crecimiento en 5 años
1993	2.850	
1998	10.000	251%
2003	17.400	74%
2008	27.715	59%
2013	29.300	6%

Fuente: elaboración propia en base a *U.S. Specialty Coffee Facts & Figures (2015)*.

Algunas de las tendencias de la industria en el país, mencionadas por Hubbel (2016) y National Coffee Blog (2016), son:

- ✓ El surgimiento de los *Millennials* como generación relevante desde el punto de vista de sus hábitos de consumo. Dicho consumo se prioriza en lugares públicos, magnificado luego por la presencia en medios de comunicación social. Es decir, a la hora de decidir, prima la experiencia sobre otras cuestiones (como el precio). Los *millennials* también son compradores más concienzudos, que apoyan a compañías que reflejen sus propios valores y a productos y servicios que agreguen valor a sus vidas.
- ✓ Crecimiento del café listo para beber (*ready to drink*). Se verifica la avidez del consumidor por recrear en el hogar u otros ámbitos la experiencia de la cafetería. Por ello, el mercado en Estados Unidos para café envasado y listo para beber vendido al por menor fue de 13.500 millones de dólares en 2015, casi un 10% más que el año anterior. Para 2020, se espera que las ventas de este subsegmento sean de 18.000 millones de dólares.
- ✓ Cambio hacia la especialidad. Se verifica la tendencia generalizada, incluso de marcas que no han operado tradicionalmente en ese sector, a la apertura de líneas de productos *premium*. Este fenómeno tiene fundamento en lo mencionado previamente, en cuanto a la prioridad que los consumidores dan a la experiencia del consumo.
- ✓ Desde 2008, el consumo diario de bebidas de especialidad en ciertas franjas etarias se ha triplicado (pasó de 13% a 36% para las personas de entre 18 y 24 años) o duplicado (19% a 41% para aquellas de entre 25 y 39).
- ✓ Considerando que el crecimiento del consumo de café en general fue menor en el mismo período (alrededor del 3%) y que el número de tasas consumidas en promedio ha disminuido levemente, puede concluirse que el café de especialidad ocupa una posición cada vez más importante en la industria en su conjunto.
- ✓ Tres nuevos formatos han colaborado con el crecimiento sostenido de la industria: el *single-serve*, donde el producto es distribuido en envases cuyo contenido alcanza para una sola porción del mismo; el café helado y el café refrigerado para llevar.
- ✓ Al mismo tiempo, productos tradicionales (como el café molido y el café

instantáneo) han experimentado descensos en sus participaciones sobre el total de las ventas.

b. China

Se trata de una industria naciente, lo cual se evidencia en menores volúmenes de consumo, en comparación con el de otras regiones, como Europa y América del Norte. Si bien la bebida fue introducida en la década de 1980, de acuerdo con García (2013), en los últimos años, su consumo ha experimentado un fuerte crecimiento, con tasas superiores al 40%. En 2013, había aproximadamente 13.600 cafeterías y 2.200 establecimientos relacionados con el café.

Éste incremento ha sido producto de un cambio cultural, acontecido principalmente entre los habitantes de las ciudades. Mientras que la bebida tradicional siempre fue el té, sus habitantes han comenzado a beber café. Entre otras causas, han asimilado el significado social de quedarse en una tienda consumiendo su bebida.

Otro segmento particular en el cual ha ocurrido el paulatino reemplazo del té por el café, se ha dado especialmente entre los jóvenes, quienes perciben el consumo del último como señal de sofisticación y occidentalización de sus costumbres.

El sitio Euromonitor (2017) coincide con la visión de un aumento global de ventas del sector (aproximadamente 65.000 toneladas en 2016), en base al interés de los consumidores por la dimensión cultural del consumo de café. Adicionalmente, sostiene que el incremento de la demanda fue también sostenido por el consumo de café de calidad dentro del hogar, especialmente en el formato *single-serve*.

Otra estadística relevante es la presentada por Comunicaffe (2015), que afirma que el consumo promedio de café es de aproximadamente menos de cinco para toda la nación y de alrededor de veinte para áreas urbanas (principalmente, Shanghái).

Brown (2015) señala que el país está agregando aproximadamente cuatro nuevas tiendas de café de marca por día, lo cual ratifica el status preponderante que este mercado tendrá en la industria en el futuro.

c. Japón

Lo mencionado para China en el pasado reciente y en la actualidad es comparable con un fenómeno ocurrido en Japón durante la posguerra, y que se extendió por 40 años, aproximadamente.

Este país incorporó paulatinamente el consumo de café, participando en el presente de aproximadamente cinco por ciento del consumo mundial, aunque persiste como predominante el consumo de té (la relación café-té es de aproximadamente 4 a 6), según Cafedecolombia (2014).

El consumo no solo se modificó cuantitativamente, sino que también se produjo un reemplazo del café soluble por variedad robusta verde, sin procesar. En la actualidad, la cultura del café es avanzada y el consumo está compuesto principalmente de la variedad arábica.

d. Europa

Europa es una región netamente importadora, sin incidencia en la producción, pero que concentra aproximadamente un tercio del consumo mundial del café (ICO, 2017).

De acuerdo con los reportes *Trends: Coffee in Europe* y *Channels and Segments: Coffee in Europe* (CBI, 2016), las cifras y tendencias de la industria correspondientes al continente son las siguientes:

- ✓ El consumo se reparte en 70% y 30% aproximadamente, entre dentro en los hogares y fuera de ellos.
- ✓ Existe una segmentación geográfica del consumo. Una primera subregión, integrada por Reino Unido, Escandinavia, Holanda, Noruega y el norte de Alemania, donde se consume la variedad arábica con tostado suave y las cantidades consumidas elevadas. La segunda corresponde al área mediterránea, donde se consume robusta, con tostado fuerte y en cantidades significativas. La tercera y última subregión corresponde a Europa oriental, donde las cantidades consumidas son menores y la calidad es más baja que en las otras dos regiones. En las dos primeras regiones, hay una tendencia a la individualización del

consumidor, principalmente a través de productos *single-serve*, que a 2014 representaban un 15% de las ventas.

- ✓ Al igual que en el resto del mundo, se observa la tendencia al reemplazo del café común con el de especialidad, aún a expensas del pago de mayores precios.
- ✓ Existe también la disposición en países culturalmente avanzados, a priorizar el consumo de marcas que estén en condiciones de certificar procesos de compras responsables y que aseguren la sostenibilidad de las relaciones con sus proveedores de granos de café.
- ✓ En el caso particular del Reino Unido (que constituye el mercado más importante de Starbucks en la región), Brown (2015) proyecta un crecimiento del segmento de café de especialidad del 13% anual hasta 2020.

5.2 ANÁLISIS DEL ENTORNO COMPETITIVO

Seguidamente, se aplica el modelo de análisis del entorno competitivo de Porter (1980), a través de la descripción de las cinco fuerzas que impactan en él.

a. Intensidad de la rivalidad entre competidores existentes

En el canal de ventas en tiendas, existen numerosos competidores directos de Starbucks que, de acuerdo con su naturaleza, pueden agruparse en dos grandes grupos: tiendas de café de especialidad y restaurantes de servicio rápido. A su vez, los integrantes de ambas categorías pueden tener presencia local, regional, nacional, o internacional, de acuerdo con la escala de su operación.

En relación a las tiendas de café de especialidad, los principales competidores en Estados Unidos son *Coffee Bean & Tea Leaf*, *Peet's Coffee* y *Panera Bread Company*, y *Costa Coffee* y *Café Nero* en Europa. Si bien Starbucks ostenta una posición indiscutida en relación a estas compañías, cada una de ellas apela a una estrategia particular para disputarle el mercado. Por ejemplo, la fortaleza de *Panera Bread Co.* reside en la utilización de menús alimenticios comparativamente más saludables que los de Starbucks.

Paralelamente a las grandes tiendas, han prosperado las tiendas locales independientes, que no conforman cadenas regionales ni mundiales. Se denominan *mom and pops*, y compiten a través de la especialización en nichos del mercado, compuestos por clientes que valoran factores vinculados a la identidad propia de esas pequeñas tiendas.

Como se observa, la diversa e intensa rivalidad existente es independiente de la escala. Cada uno de los distintos competidores pueden ofrecer una combinación determinada de los atributos valorados por el consumidor *target* del sector: café de calidad, ambiente amigable y sensación de intimidad con los clientes.

El segundo grupo de competidores es el conjunto de cadenas de servicio rápido, que paulatinamente han modificado su oferta de productos para incluir aquellos vinculados con el café de especialidad.

Los principales en este rubro son *McDonald's*, que comenzó a competir desde 2009 con la introducción formato de tienda *Mc Café*; y *Dunkin' Donuts*, que ofrece desde mediados de los años noventa, bebidas en base a café junto con sus tradicionales rosquillas (donuts).

Una característica destacable es que este tipo de compañías implica una fuerza competitiva para el sector, no solamente por su oferta de café de especialidad, sino también por otros productos cuyo consumo ocurre de forma complementaria con el de la bebida (por ejemplo, el de comidas para acompañar el café).

Más allá de lo expresado, el solapamiento competitivo entre estas grandes cadenas y aquellas dedicadas exclusivamente al café de especialidad, no es completo. Existen algunas diferencias en cuanto a su base de consumidores y a su propuesta de valor. Mientras que apelan a una base demográfica más amplia, también son percibidos por algunos de los segmentos objetivo del sector como lugares baratos, lo cual podría alejarlas de sus preferencias de consumo.

Finalmente, cabe destacar que lo que sí comparten es la estrategia de saturación para el emplazamiento de las tiendas, es decir la presencia constante en puntos de alto tráfico. Por ello, uno de los ámbitos de competencia más marcados opera en la

apropiación de puntos de venta atractivos.

Para otros formatos, como el de bebidas *ready to drink*, la competencia es contra todas estas bebidas (café y té de especialidad, principalmente), que son vendidas en diversas locaciones (como tiendas de comestibles, clubes de almacenes, tiendas especializadas y mini mercados).

En el caso de los productos *single-serve* para consumo fuera de las tiendas (principalmente, las cápsulas de café), cabe mencionar también a compañías como Nestlé y Keurig como principales competidores.

b. Amenaza de entrada de nuevos competidores

La característica de la industria es la ausencia de barreras de entrada sólidas y límites difusos en sector.

Respecto a las barreras, para el ingreso no existen requerimientos de grandes montos de inversión, ni capacidades operativas específicas para ingresar.

En relación a los límites, por ejemplo, cafeterías locales de tamaño pequeño pueden competir contra los jugadores más grandes en segmentos específicos de mercado, mientras que cadenas de restaurantes de escala internacional pueden disputar el mercado a través de la diversificación hacia los productos ofrecidos por las tiendas especializadas.

Las herramientas para mitigar esos riesgos son el desarrollo de la marca (cuestión que resulta clave, dado el carácter discrecional del consumo de los productos del sector) y el control de los canales de distribución.

c. Presión de productos sustitutos

Dado que los productos se basan en una serie de ingredientes básicos, no especializados, y que la diferenciación surge de novedades en la combinación entre ellos, existe una gran variedad de bebidas y alimentos que pueden considerarse sustitutos. En ese sentido, las compañías del sector progresivamente llevan a cabo un proceso de “sustitución de sus propios productos”, ampliando la gama ofrecida.

Por otro lado, defienden sus innovaciones de la competencia a partir de patentes y del registro de marcas.

En la elección alternativa de productos sustitutos participan factores ajenos a lo estrictamente racional, como el valor cultural (positivo o negativo, de acuerdo al tiempo y al lugar) que se asigna a los productos ofrecidos al sector.

d. Poder de negociación con los proveedores

La debilidad relativa de las compañías del sector frente a los proveedores se origina en factores de carácter técnico, y no en la fortaleza económica relativa de las partes.

El grano de café constituye un insumo crítico, cuya producción se realiza en microclimas y condiciones de suelos muy específicas.

Las compañías del sector son conscientes de esta circunstancia, por lo que desarrollan programas de compras sustentables, procurando relaciones de largo plazo y ayuda técnica y financiera a los productores.

e. Poder de negociación de los clientes

Nuevamente, en este caso concurren factores ajenos al tamaño económico en relación al cliente, que otorgan a estos últimos un mayor poder de negociación. Se trata del carácter discrecional de los bienes producidos, por lo cual el cliente puede decidir modificar su patrón de su consumo e inclinarse por alternativas más económicas.

Por otra parte, la atomización de la oferta tiene como consecuencia bajos costos de cambio.

En sentido contrario, opera la principal herramienta con la que cuentan las compañías del sector, que es el grado de diferenciación que ofrecen en sus productos. Esto les permite fijar precios a su conveniencia, apelando a la lealtad que ha generado en sus clientes.

En el caso de ventas a distribuidores, como ocurre en el caso de los formatos *ready*

to drink y *single-serve*, el poder de estos se acrecienta, porque el negocio en gran medida se vuelve dependiente de su nivel de apoyo a los productos de la compañía.

6. ANÁLISIS DE LA COMPAÑÍA

Starbucks es líder mundial en la industria del café de especialidad. Fue fundada en 1971 en Seattle, por tres amigos que, inspirados en la calidad del café de las tiendas europeas, comenzaron a vender granos de café tostado de alta calidad y especias, procurando compartir la experiencia con sus clientes. Posteriormente, gracias a la visión de Howard Schultz, CEO de la compañía hasta principios de 2017, la compañía comenzó a servir bebidas en los locales y llevó adelante una agresiva estrategia de expansión, primero dentro de Estados Unidos y luego a escala mundial.

Fue incorporada con el nombre Starbucks Corporation en noviembre de 1985, y se hizo pública en junio de 1992. En la actualidad cotiza en NASDAQ e integra el índice S&P 500. Al 30 de junio de 2017, su valor de cotización era de 58,31 dólares y su capitalización bursátil. 84,3 miles de millones de dólares.

La compañía vende bebidas artesanales de café, té y otras, una variedad de alimentos frescos y granos de café tostados de alta calidad, a través a través de diversos canales, como tiendas operadas por la compañía, tiendas licenciadas, tiendas minoristas de comestibles en general y cuentas *Foodservice*.

Además de Starbucks Coffee, que constituye la marca insignia de la corporación, también vende otros productos y servicios bajo otras marcas, como Teavana, Seattle's Best Coffee, y La Boulange.

Su misión es la de "Inspirar y nutrir el espíritu humano: una persona, una taza y un vecindario a la vez". Como puede advertirse de su lectura, el negocio persigue algo más que el mero consumo del producto: también busca colmar al cliente con la denominada "Experiencia Starbucks". Esta consiste en una experiencia inspiradora alrededor del consumo de una bebida o alimento, en base a tres factores: ofrecer el café de mayor calidad del mundo, cumpliendo con estrictos estándares de calidad en todo el proceso, un servicio al cliente superior y, por último, un ambiente cálido en sus tiendas, que el cliente considere un lugar de reunión, para charlar, reunirse o incluso trabajar, y no un mero lugar de paso.

6.1 PRODUCTOS

Starbucks ofrece una gama de productos que incluye:

- ✓ Bebidas artesanales: bebidas calientes y frías en base al café, té, bebidas refrescantes y batidos, entre otras.
- ✓ Alimentos frescos: por ejemplo, tortas, sándwiches y ensaladas.
- ✓ Bebidas *ready to drink*: bebidas embotelladas listas para beber, como café, café helado, té helado, té saborizado y jugos, comercializados en lugares diferentes a tiendas.
- ✓ Otros productos para consumo, como café envasado molido y en grano, bolsas de té, productos *single-serve*, equipamiento para la elaboración de café y té, tazas, accesorios, libros y regalos.

El siguiente cuadro muestra la ponderación de cada uno de las categorías de producto que la compañía ofrece, para los ejercicios fiscales 2014, 2015 y 2016 (valores expresados en millones de dólares):

	2016		2015		2014		Consolidado 2014 a 2016	
BEBIDAS	12.383	58,1%	11.115	58,0%	9.458	57,5%	32.956	57,9%
COMIDAS	3.495	16,4%	3.085	16,1%	2.505	15,2%	9.085	16,0%
EMPAQUETADOS Y CAFÉ Y TE "SINGLE-SERVE"	2866	13,4%	2620	13,7%	2370	14,4%	7856	13,8%
OTROS (2)	2.572	12,1%	2.343	12,2%	2.115	12,9%	7.030	12,3%
TOTAL	21.316	100,0%	19.163	100,0%	16.448	100,0%	56.927	100,0%

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros de la compañía 2014 a 2016.

6.2 ESTRATEGIA Y MODELO DE NEGOCIOS

La compañía persigue mantenerse como una de las marcas más reconocidas y respetadas en el mundo, mediante una expansión global disciplinada en la que se añaden tiendas, tanto en mercados desarrollados como en aquellos de crecimiento más alto, procurando optimizar la mezcla entre locales operados y licenciados en cada uno de esos mercados. Adicionalmente, procura aprovechar la experiencia adquirida a través del modelo de tienda tradicional, para ofrecer a los clientes

2 Incluye, entre otros, regalías por licencias, venta de ingredientes relacionados con bebidas, bebidas ready-to-drink y equipamiento y utensilios de cocina.

nuevas categorías de productos a través de nuevos canales.

En la enunciación de la estrategia, se advierte la coexistencia de dos modelos de negocios diferentes, aunque complementarios. El modelo tradicional, basado en la venta minorista en tiendas, pero también un modelo diferente, enfocado en otras alternativas para ofrecer productos existentes y nuevos. Ambos están definidos por los siguientes cuatro caracteres.

1. Las tiendas y su expansión

Starbucks ofrece una gama de productos, que varía en cada una de sus tiendas, de acuerdo con ciertos criterios como su tamaño y su ubicación.

El criterio fundamental para definir el emplazamiento de una tienda es que el lugar elegido sea de alto tráfico y alta visibilidad. No obstante, muchas veces se adapta su tamaño y formato, lo que permite localizarlas en una variedad de entornos diferentes, como centros comerciales, edificios con oficinas, campus universitarios, zonas con características más rurales o alejadas de los flujos más altos de tráfico.

Por otra parte, la expansión en el número y la elección del formato de explotación de tienda (operada o licenciada) puede variar debido a muchos factores, como la madurez del mercado, sus condiciones económicas, particularidades del comportamiento del consumidor y prácticas comerciales locales.

Otra característica de la estrategia de tiendas es la búsqueda de la "saturación" de tiendas, circunstancia que implica lograr una elevada razón de tiendas por habitante en las ciudades en las que tiene presencia.

Paralelamente, se han ido desarrollando también otros formatos de tienda, como el *Drive Thru* (QSR Magazine, 2016), en el cual el cliente es atendido sin abandonar su automóvil, *Tienda Express* (Starbucks Newsroom, 2015) y *Mobile Truck* (Starbucks melody, 2015), que ciertamente implican un alejamiento del modelo de negocios tradicional y procuran otorgar al cliente un mayor grado de acceso al producto.

II. El suministro de productos

Como otro de los componentes clave en su modelo de negocios, Starbucks persigue altos estándares de calidad, por lo que controla estrictamente los procesos de compra, tostado, envasado y distribución de café. El grano de café utilizado es el arábica, que se adquiere de zonas productoras con condiciones meteorológicas y de suelos específicas, y se tuesta de acuerdo con estándares específicos para producir cafés puros y mezclas (*blends*).

El precio del grano está sujeto a un importante grado de volatilidad, y se determina de acuerdo con el valor del contrato de café *Coffee "C"* (que constituye el contrato más usual para transacciones de la variedad arábica en el mercado) más una prima. Tanto el precio del contrato estándar como el de la prima dependen de múltiples factores en los países productores que inciden en la oferta y/o demanda al momento de la compra. Estos factores pueden ser tanto medioambientales (clima, desastres naturales, enfermedades en cultivos, entre otros) como políticos y económicos (por ejemplo, aumentos en los precios de los insumos agrícolas o de otros componentes del costo de producción).

El precio del insumo también puede verse afectado por la actividad desarrollada en el mercado de futuros de café, con propósitos de cobertura o especulativos, así como también del lobby de algunas organizaciones que tratan de establecer cuotas a la exportación o restringir la oferta de café.

Las modalidades de adquisición del grano de café que aplica la compañía son los compromisos de precio fijo o de precio a ser fijado (*price-to-be-fixed purchase commitment*). En estos últimos se acuerda la calidad, cantidad, plazo y otros términos de la entrega, aunque no el precio, que se fija a posteriori en base a la cotización del contrato *Coffee "C"*.

Para asegurar las cantidades y la calidad requerida, en el marco de su política de aprovisionamiento ético, Starbucks opera ocho centros de apoyo a los agricultores, integrados por ingenieros agrónomos y expertos en sustentabilidad que trabajan con las comunidades agrícolas para promover las mejores prácticas en la producción del

café, con el objeto mejorar la calidad y los rendimientos.

El resto de los insumos (tanto alimenticios como productos de papel y de plástico) son adquiridos de diversos proveedores especializados, por lo general bajo contratos de suministro a largo plazo.

III. Los Socios

Los empleados de Starbucks son denominados socios (*partners*), expresión que denota su importancia para el modelo de negocios de la compañía. La filosofía subyacente a esta idea es que la satisfacción del socio conduce a la satisfacción del cliente.

En ese sentido, la compañía fue pionera en brindar distintas clases de beneficios. Por ejemplo, desde 1988 ha ofrecido beneficios de salud integrales, y desde 1991 introdujo el *bean stock*, que consiste en un plan de opción de acciones para favorecer la retención de su personal. Ambas políticas han sido aplicadas de manera general para todos sus socios.

IV. La diversidad de canales

El principal canal de venta de la compañía son las tiendas. Estas se desarrollan bajo dos modalidades: las operadas por la compañía y las licenciadas. Las proporciones correspondientes a ambas varían para cada mercado y segmento, en función de factores como la capacidad de acceso al espacio deseado del local, la complejidad y el tamaño final esperado del mercado y la capacidad para aprovechar la infraestructura de apoyo en una región geográfica existente, entre otros.

Los ingresos de tiendas operadas y licenciadas para los primeros nueve meses del año fiscal 2017 representaron el 78,9% y el 10,4% del total, respectivamente.

Los acuerdos de tiendas licenciadas implican la venta de productos de la compañía para la reventa a los clientes por parte de los licenciarios, contra la percepción de regalías y derechos de licencia. También se vende a los licenciarios ciertos equipos (como cafeteras y máquinas de café) para su uso en las operaciones.

En comparación con las tiendas operadas, Starbucks recibe una menor parte de los ingresos de las tiendas licenciadas, aunque esto se compensa con una reducción de costos, que son incurridos principalmente por el licenciatario. En términos generales, tienen menor margen bruto y mayor margen operativo que las tiendas operadas.

El modelo de tiendas licenciadas permite combinar la experiencia de los socios locales y la propia experiencia en la operación y el desarrollo de tiendas. Los licenciarios proporcionan el mejor (y, a veces, único) acceso al espacio comercial deseable. La mayoría de ellos son minoristas prominentes con un profundo conocimiento del mercado y su acceso.

Los empleados que trabajan en este tipo locales deben seguir procedimientos operativos específicos y asistir a clases de formación similares a las que asisten los empleados de las tiendas operadas.

Adicionalmente a las tiendas, la compañía utiliza a través de dos canales: *Consumer packaged goods* (CPG) y las cuentas *Foodservice*.

El primero significó 8% de los ingresos para el año fiscal 2016. Incluye ventas de café y té envasado, así como una variedad de bebidas embotelladas y *ready to drink* y productos de café y té *single-serve* en tiendas minoristas, clubes de almacenes y tiendas de café de especialidad. También incluye ingresos por licencias, recibidas por licenciarios que producen y comercializan algunas de las marcas que posee la compañía.

Por su parte, *Foodservice* aportó el 3% de los ingresos para el año fiscal 2016. Este canal incluye la venta de la gama de productos que la compañía ofrece, a empresas de servicios alimenticios que, a su vez, dan servicio a empresas, instituciones educativas, sanitaria, distribuidores de café de oficinas, hoteles, restaurantes y líneas aéreas, entre otros.

El anexo III expone la apertura de los ingresos para el período 2013-2017, según los canales descritos en esta sección.

6.3 SEGMENTOS DE INGRESOS

La compañía separa sus ingresos en cuatro segmentos de reporte: la zona geográfica conformada por los Estados Unidos, Canadá, y América Latina (Américas); China y Asia Pacífico (CAP); Europa, Oriente medio y África (EMEA) y Desarrollo de canales (*Channel Development*). El anexo IV muestra los ingresos y EBIT totales, abiertos en función a los mencionados segmentos, para los períodos fiscales 2012 a 2017.

Para los primeros nueve meses del ejercicio fiscal 2017, los ingresos de Américas, CAP y EMEA como porcentaje del total fueron 70,1%, 14,3% y 4,5%, respectivamente. Estos tres segmentos incluyen ingresos provenientes de operaciones de tiendas operadas y licenciadas, como también ingresos de cuentas *Foodservice*. Mientras que el segmento Américas es el negocio más maduro y ha alcanzado una escala significativa, ciertos mercados en CAP y EMEA se encuentran todavía en sus primeras etapas de desarrollo.

El segmento *Channel Development*, que para los primeros nueve meses del período fiscal 2017 aportó el 8,9% de los ingresos totales, incluye una variedad de bebidas, alimentos y otros productos de la marca vendidos mediante canales distintos a las tiendas, tales como tiendas minoristas, almacenes, tiendas de café de especialidad, y cuentas *Foodservice*. Su importancia es estratégica para la compañía, en función a la tendencia de la industria a incrementar también el consumo en lugares diferentes a las tiendas.

El 2,2% restante de los ingresos de 2017 correspondió al residual Otros Segmentos, que incluye a los generados a través de las marcas distintas a Starbucks y ciertos negocios que se encuentran en fase de desarrollo, tales como *Starbucks Reserve Roastery & Tasting Room*, relacionados con el proceso de tostado de granos.

6.4 PLAN ESTRATÉGICO QUINQUENAL

A continuación, se muestra un breve resumen de los objetivos e iniciativas para

alcanzarlos que surgen del plan estratégico quinquenal para el período 2017-2021, según surge de Starbucks Newsroom (2016).

- ✓ La adición de aproximadamente 12.000 nuevas tiendas a nivel mundial para el año fiscal 2021, llevando el total acumulado a 37.000. Esta cifra incluye 3.400 en Estados Unidos y 5.000 en China, principales mercados de la compañía.
- ✓ Crecimiento de los ingresos al 10% anual, y de las *Same store sales* en aproximadamente 5% anual, ambos a nivel consolidados.
- ✓ Crecimiento focalizado en el segmento CAP, que a 2017 cuenta con tres mercados con más de mil tiendas totales: China (más de 2.500), Corea del Sur (más de 1.000) y Japón (más de 1.245). En particular, se espera que para 2021, China duplique la cantidad de tiendas, hasta llegar a las 5.000. En términos de ingresos e EBIT, esto se traduce en un crecimiento esperado acumulado del 200%.
- ✓ Transformación de la experiencia *premium* del café a través del *Starbucks Reserve Store*, con aperturas en todo el mundo: Shanghái en 2017, Tokio y Nueva York en 2018 y otras en Europa. Se trata de un formato novedoso de venta minorista, con un tamaño de aproximadamente el doble de un local tradicional, donde los visitantes pueden comprar su café tostado en las mismas instalaciones, probar innovaciones en los productos, e incrementar su experiencia mediante una mayor educación en la cultura del café. Las primeras tiendas de este tipo se abrirán en Seattle y Chicago en la segunda mitad del año fiscal 2017, con la intención de abrir más de mil a nivel mundial con el tiempo. Para 2021, la compañía estima que el 20% de su negocio en términos de tiendas incluirá elementos de *Starbucks Reserve*.
- ✓ Innovación digital, incluyendo un innovador sistema de pedidos, *My Starbucks Barista*, con utilización de Inteligencia Artificial en el entorno de la aplicación móvil de Starbucks; y de una plataforma social y de pago móvil en China a través de la aplicación *WeChat*.
- ✓ Innovación en toda la gama de productos para elevar aún más el valor de la marca y el halo de la Experiencia Starbucks. En cuanto al café, los centros de

tostado (*Starbucks Roasteries*) permiten la generación continua de propuestas de innovación. Se planea inaugurar nuevos centros en Shanghái (2017), Nueva York (2018), Milán (2018) y Tokio (2018), hasta llegar a 20 o 30 centros alrededor del mundo. Para alimentos, la propuesta es hacer foco en alimentos para almuerzo, con particularidades vinculadas con el estilo de vida de los consumidores (por ejemplo, comida libre de gluten, o apta para veganos). Starbucks ha crecido una vez y media su negocio de alimentos desde 2013 y planea duplicarlo para 2021.

- ✓ Expansión del liderazgo en el café para consumir en hogares y bebidas *ready to drink*. Para 2021, Starbucks espera que el segmento de *Channel Development* genere mil millones de dólares adicionales en ingresos y aumente el resultado operativo en un 75%, mediante la duplicación del negocio *ready to drink* fuera de Estados Unidos. En Estados Unidos, el negocio del Café *ready to drink* es de dos mil millones de dólares y Starbucks tiene aproximadamente 97% de la participación. En América Latina, comenzará la distribución de la botella de café enfriado *frappuccino*. En China, donde el *ready to drink* representa una oportunidad de seis mil millones de dólares que se prevé que crezca un 20 por ciento en los próximos tres años, Starbucks ha alcanzado rápidamente la distribución en las principales ciudades chinas. Similar crecimiento se proyecta para el Té *ready to drink*, un negocio de crecimiento rápido de cuatro mil millones, a partir de productos de la marca Teavana.

6.5 ANÁLISIS FODA

A efectos de conjugar la dimensión externa (Análisis del sector) e interna (Análisis de la empresa), se presenta a continuación el análisis FODA de la compañía.



Fuente: elaboración propia.

Fortalezas

1. Fortaleza de marca: posee una sólida reputación de la marca, basada en factores como su presencia a escala mundial y la “Experiencia Starbucks”. De acuerdo con un estudio de Badenhausen (2017) para la revista Forbes, la marca ocupa la posición 35 en el ranking de las más valiosas, con un valor de aproximadamente 14,9 mil millones de dólares y un incremento interanual de +24%; y es la segunda más valiosa en el rubro cadenas de restaurantes (solo superada por Mc Donald’s).
2. Los empleados como activo estratégico: el enfoque que tiene la compañía hacia sus empleados (socios) implica una ventaja competitiva en relación a otras compañías del sector. Si bien a corto plazo esto podría verse como algo perjudicial para el negocio (costos mayores que los de la competencia), la empresa reconoce

en sus empleados uno de los medios más relevantes para lograr la “Experiencia Starbucks”.

3. Solidez en los estados financieros: se profundizará sobre este tema en la sección de análisis de la información contable.

4. Su modelo de negocio también se caracteriza por procurar relaciones de largo plazo con los grupos sociales de los países donde opera (por ejemplo, mediante el apoyo financiero a agricultores y la participación en las comunidades) y la sustentabilidad medioambiental (a través de programas de conservación de bosques en países de donde obtiene sus insumos). Esto puede repercutir favorablemente en aquellos consumidores que fijen sus decisiones de consumo priorizando compañías con conciencia social y ambiental.

5. Si bien la tecnología no es un factor particularmente crítico en el sector en que se desempeña, Starbucks busca constantemente acoplarla a su modelo de negocios (a modo de ejemplo, fue pionera en la introducción de internet inalámbrica en sus locales de manera gratuita).

Oportunidades

1. Es un negocio joven para sus segmentos geográficos target: la estrategia de crecimiento de la compañía está enfocada en la expansión a segmentos aún no desarrollados (principalmente, en CAP), que poseen tasas de crecimiento altas y con un amplio recorrido en el ciclo del negocio.

2. En términos de marketing, las tendencias de consumo de café *premium* muestran que el incremento coincide en los segmentos etarios donde la compañía está enfocada.

3. El modelo de negocios es multicanal, y la convivencia de una diversidad de medios para llegar al consumidor permite la creación de sinergias que favorecen el crecimiento (por ejemplo, mediante ventas cruzadas) y la eficiencia (a través de economías de escala, ahorros por experiencia del negocio, o disminución de barreras de entradas a nuevos sectores, entre otros).

4. Dado que se trata de un bien de consumo discrecional, la incertidumbre originada en cambios en estructuras demográficas, preferencias del consumidor, estilo de vida y nivel educacional de la población podrían traducirse en nuevas y cambiantes oportunidades de negocio.

Debilidades

1. Fuerte competencia intra e intersectorial, debido a la escasa delimitación y las bajas barreras de entrada del sector del café de especialidad. La competencia es sumamente intensa en relación a calidad, innovación, servicio, comodidad y precio, sin que existan para la compañía posiciones indiscutibles de liderazgo en todos sus mercados y canales. En este sentido, es destacable la amplia gama de competidores, desde el pequeño café local que apunta a un nicho del mercado hasta restaurantes con niveles de penetración similares a los de la compañía.

2. Dependencia del valor de marca: si bien la marca es reconocida y valorada en todo el mundo, este factor se basa en la apreciación del consumidor respecto a ciertas cualidades, sujetas a eventuales modificaciones.

Adicionalmente, el negocio se apoya en una variedad de socios de trabajo, incluidos licenciatarias, socios en negocios conjuntos, y terceras partes (fabricantes, distribuidores y minoristas). Aunque la compañía hace foco en la formación, apoyo, y control de las operaciones de estos socios, la calidad del producto y el servicio que estos ofrecen podría resultar inferior a los estándares globales pretendidos.

Los eventuales incidentes emanados del accionar de la compañía o de sus socios podrían modificar la percepción del consumidor (y esto se magnifica cuando los incidentes reciben considerable publicidad), lo que podría reducir significativamente el valor de la marca.

3. Dependencia del precio del grano de café: la compañía no está integrada verticalmente en su totalidad, por lo cual no controla la primera etapa de la cadena productiva (producción del grano de café), sino que los adquiere de varios proveedores, localizados en países en desarrollo situados en América del Sur, África y Asia.

El precio de este insumo fundamental está fuera del control de la compañía. La oferta y el precio del café podría verse afectada por factores medioambientales y políticos y económicos de los países productores, así como el lobby de ciertas organizaciones y la especulación en los mercados a término de este *commodity*.

4. Bienes de consumo discrecional: por tratarse de un producto que no resulta fundamental para la necesidad humana, es un negocio cuyos ingresos son sensibles a cambios en las condiciones macroeconómicas. Por ende, los consumidores podrían optar por demandar menos cantidad, cambiar su comportamiento de consumo hacia productos de menor precio, ya sea reemplazarlo con productos sustitutos o dejando de acudir a las tiendas.

5. Gestión del negocio a nivel global: La compañía está sujeta a riesgos en los distintos mercados en los que opera, tales como: fluctuaciones en los tipos de cambio de la moneda extranjera; incertidumbres en condiciones económicas, legales, sociales y políticas; decisiones de los gobiernos que afectan al comercio y la inversión extranjera; modificaciones en regulaciones sobre aplicabilidad de los derechos de propiedad intelectual; limitaciones en la repatriación de los fondos y restricciones de cambio de moneda extranjera; dificultades con la dotación de personal y la logística de la cadena de suministro y falta de lugares de bienes raíces deseables disponibles, entre otros.

Además, existen diferencias en cuanto a los factores críticos para el éxito en los distintos segmentos. Por ejemplo, los gustos varían según la región y los costos pueden diferir de acuerdo también a la fase del negocio donde se encuentre cada uno de ellos.

Amenazas

1. Saturación de segmentos más consolidados y peligro de canibalización: el segmento Américas, que constituye el de mayor ponderación, aportó el 70,1% de los ingresos para 2017. Si el ritmo de crecimiento de esos ingresos bajara, se vería afectada la rentabilidad consolidada. Américas también genera una gran parte de los flujos de fondos de operación, por lo que un declive en estos últimos, podría dar

lugar a la reducción de los flujos necesarios para financiar la expansión del negocio internacional en otros segmentos, o bien para retribuir a los accionistas.

Por otra parte, en los segmentos maduros, donde existe un alto grado de saturación, se corre el riesgo de canibalización entre productos y/o canales nuevos y existentes.

2. Alta dependencia del éxito en CAP para lograr los objetivos de crecimiento: las operaciones en esos segmentos podrían verse afectadas por las coyunturas económicas de uno o más países que los contienen, y que poseen una participación significativa sobre el total del segmento. Por ejemplo, China y Japón contribuyen significativamente a los ingresos y la rentabilidad de CAP.

3. Interrupciones en el suministro: cualquier interrupción en la cadena de suministro, tanto de insumos como de servicios tercerizados, podría significar menos ventas o mayores costos para reemplazarlos. Otro tipo de riesgo relacionado es la incapacidad de los proveedores para cumplir con los estándares de calidad requeridos por la compañía, o incluso la propia incapacidad de la compañía para encontrar proveedores idóneos.

4. Algunas publicidades o dictámenes médicos sobre los efectos en la salud del consumo de ciertas sustancias contenidas los productos que ofrece la compañía (por ejemplo, la cafeína o el azúcar en exceso, que son actualmente objeto de cuestionamientos públicos), o bien informes que vinculen a la compañía con situaciones de seguridad alimentaria (como enfermedades o contaminación transmitidas por alimentos) podrían dañar el valor de marca y el desempeño financiero, y eventualmente conducir a litigios.

Adicionalmente, podrían ser perjudiciales para el riesgo de reputación de la compañía, situaciones que tengan como protagonista a competidores, proveedores o distribuidores de la industria, aunque ellos no tuvieran vinculación comercial con la compañía, pero que afectarían a la industria en su conjunto.

5. Un mayor grado complejidad en el entorno político y regulatorio, generado por situaciones de inestabilidad política y tensiones ideológicas entre los países productores y Estados Unidos.

Adicionalmente, en el propio Estados Unidos, a raíz del cambio ideológico de la actual administración, han surgido ciertas tensiones con la compañía que podrían escalar y tener repercusiones desfavorables (Villaécija, 2017).

6. La variedad de cuestiones ambientales que podrían tener impacto en el negocio. Por ejemplo, la desertificación de los suelos en los países productores.

7. INFORMACION CONTABLE, ANALISIS PROSPECTIVO Y VALUACIÓN

El presente capítulo contiene cuatro subsecciones: el análisis de la información histórica, proveniente de los estados contables de la compañía, el desarrollo y fundamentación de las proyecciones de información y, finalmente, las valuaciones obtenidas al 30 de junio de 2017, a través de flujos de fondos descontados y del enfoque de múltiplos.

7.1. ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN CONTABLE

Esta subsección contiene las conclusiones surgidas del examen de los estados financieros de la compañía, por el período 2012 a 2017 inclusive. Las herramientas utilizadas para tal examen fueron dos: el análisis horizontal y vertical de las dimensiones patrimonial, económica y financiera (a través del estado de situación patrimonial, el estado de resultados y el estado de flujo de efectivo, respectivamente); y el análisis de ratios.

Considerando que este trabajo se realiza con fecha de referencia 30 de junio de 2017 y que la fecha de cierre del período fiscal de la compañía es 30 de septiembre, para 2017, solamente se cuenta con la información de los primeros nueve meses del ejercicio.

Como aclaraciones previas, cabe mencionar lo siguiente:

- I. Dado que existen diferencias de exposición en las partidas de los estados financieros para los diferentes ejercicios, se realizaron ciertas reclasificaciones para homogeneizarlas.
- II. Se eliminó el efecto de dos partidas no recurrentes, para neutralizar su efecto distorsivo en los análisis. En el primer caso, se ajustó la línea de otros costos operativos del estado de resultados en los períodos 2013 y 2014 por MM USD 2.784 y MM USD (20), respectivamente, correspondiente a un litigio que la compañía perdió contra Kraft Foods Global, Inc. El segundo ajuste corresponde a la línea de

otros ingresos de 2015 (no integra el cálculo del EBIT). En ambos casos, se estimó el efecto que los ajustes tuvieron en el impuesto a las ganancias.

a. Análisis horizontal y vertical

a.1 Perspectiva patrimonial

En relación a la situación patrimonial, en los anexos V a VII se muestra el análisis horizontal y vertical del estado de situación patrimonial y el *Managerial Balance Sheet*, herramienta que procura simplificar la estructura patrimonial de la compañía a través de una agrupación particular de partidas.

En relación a los rubros caja e inversiones de corto plazo, se ha estimado que, en promedio, un 42,9% corresponde al giro ordinario del negocio (en otras palabras, compone el capital de trabajo), mientras que el 57,05% restante es recurso ocioso, disponible para la adquisición de nuevos negocios, por lo que se lo expone neto de la deuda de largo plazo. El criterio para esta segregación fue asumir que la primera categoría equivale a un 5% de las ventas, y el resto del efectivo y equivalentes a la segunda.

De la lectura de los mencionados anexos se observa que:

- ✓ El crecimiento de los activos de largo plazo fue superior al de corto. Como consecuencia de la política de expansión de la compañía a través de la adquisición de marcas, subsidiarias y nuevos locales en todo el mundo, los rubros relacionados a ella (PP&E, intangibles y goodwill) tendieron a incrementar su ponderación en el activo en los últimos períodos analizados. Por el contrario, los rubros que conforman el capital de trabajo (los del activo corriente, exceptuando la caja no operativa, y los pasivos corrientes) experimentaron un descenso en su ponderación en el período analizado.
- ✓ Aconteció una paulatina disminución del patrimonio neto, en detrimento del pasivo a largo plazo, en la estructura de financiación. Esto ocurrió no solamente por la emisión de mayor deuda, sino también por la utilización de mecanismos de retribución al accionista (como la recompra de acciones).

- ✓ En promedio, para el período considerado, la compañía cubrió un 56,9% de su deuda a largo plazo con caja no operativa e inversiones de corto plazo.

a.2 Perspectiva económica

Para la perspectiva económica, se efectuó el análisis horizontal y vertical del estado de resultados modificado, con reagrupamientos de las partidas para facilitar el análisis (anexos VIII y IX). De esta manera, se destaca lo siguiente:

- ✓ Entre 2012 y 2016, las ventas y el EBIT crecieron 60% y 109%, respectivamente, lo que equivale a un crecimiento anual promedio del 12,5% y 20,2%, respectivamente.
- ✓ El mix de ventas mostró estabilidad en el aporte de cada tipo de ingresos, con amplio predominio de las tiendas operadas. No obstante, el rubro de tiendas licenciadas ha tenido mayores tasas de crecimiento, incrementando levemente su ponderación sobre el total.
- ✓ El hecho de que el EBIT haya crecido más que proporcionalmente que el ingreso demuestra que no solamente hubo una mejor performance de ventas, sino también una mayor eficiencia en la gestión de los costos operativos.
- ✓ Por otra parte, los costos operativos (como los de operación de las tiendas y los gastos de administración y generales) se mostraron estables como porcentaje de las ventas. Esto indica que la compañía no ha estado excesivamente apalancada desde el punto de vista operativo.
- ✓ La tasa promedio de amortización sobre ingresos ha sido estable (4,4%) y su crecimiento fue, en promedio, ligeramente superior al de los ingresos.
- ✓ La incidencia del costo financiero fue poco significativa (0,6% de los ingresos, en promedio)
- ✓ La tasa efectiva promedio de impuestos para el período analizado fue de aproximadamente 31,88% y para los nueve meses transcurridos por el año fiscal 2017 ha sido de 33,8%.

- ✓ El crecimiento del resultado neto (19,5% promedio anual para 2013-2016) acompañó la mencionada tendencia alcista de los ingresos, pero sobre todo del EBIT.

a.3 Perspectiva financiera

Para este análisis, se presenta en el anexo X el estado de flujos de fondos resumido, con una agrupación sintética de las principales partidas de cada categoría. De su examen, se observó lo siguiente:

- ✓ La gestión financiera puede considerarse adecuada, dado que la caja operativa (conformada básicamente por el resultado neto más las depreciaciones y amortizaciones, más otros ajustes menores para eliminar el efecto de las partidas no financieras) financió tanto la expansión de la compañía, a través de compra de activos fijos, participaciones societarias y marcas (actividades de inversión) como su relación con proveedores de fondos (tanto propios como de terceros).
- ✓ Como se mencionó en el análisis patrimonial, los niveles reales de efectivo y equivalentes trascienden lo que podría ser normalmente considerado como destinado a capital de trabajo.
- ✓ Lo mencionado en los dos ítems anteriores permite concluir que la caja no ha constituido una limitación a las posibilidades de crecimiento de la compañía.
- ✓ La circunstancia mencionada anteriormente del paulatino reemplazo de la financiación con capital propio por deuda de largo plazo, observada en una aplicación neta de fondos para recompra de acciones y una generación neta de fondos por toma de deuda.
- ✓ Finalmente, la compañía ha conservado una tendencia a remunerar a los accionistas mediante dividendos en efectivos y recompra de acciones en 38% y 43% de su resultado neto, respectivamente, para el promedio 2013-2016.

b. Análisis de Ratios

El último conjunto de herramientas utilizado en este trabajo corresponde al análisis

de ratios, que expone en los anexos XI a XIV los cálculos referidos a los períodos 2013 a 2016, así como también al promedio de dichos períodos. Las cuestiones más destacables del análisis son las siguientes:

- ✓ En cuanto a los índices de actividad, se observa en el período una mejora del ciclo de efectivo, que entre 2013 y 2016 disminuyó de 40 días a 13. El bajo valor de los días promedio de cuentas a cobrar (13 días para el promedio 2013-2016), se debe a que una parte significativa de las ventas son al contado.
- ✓ En lo que hace a la rentabilidad, el análisis Du Pont muestra, tanto para el ROA como el ROE, y de manera coherente con la naturaleza del negocio, que el EBIT está mucho más explicado por rotación de activos que por márgenes de venta. En este sentido, el ROA promedio para 2013-2016, que es 28,9%, se explica por un margen promedio sobre ventas del 18,5%, incrementado por una rotación de activos del 156%.
- ✓ Más allá de que los índices de liquidez son todos positivos, se advierte una tendencia a la desmejora en estos rubros, particularmente en la disminución de la liquidez corriente (1,27 contra 1,07 en 2013 y 2016, respectivamente) y de la liquidez ácida (0,96 contra 0,74 en 2013 y 2016, respectivamente). Adicionalmente, el índice de inmovilización de activos se ha incrementado (0,51 contra 0,67 en 2013 y 2016, respectivamente).
- ✓ Es particularmente destacable, también en términos de liquidez, el índice de cobertura de intereses de la deuda. De hecho, en el período analizado, la compañía cubrió con el EBIT de cada año la totalidad de su deuda de largo plazo al inicio más los intereses del período. El índice de Ebit / Cobertura de Intereses + Capital para el promedio 2013-2016 ascendió a 2,05.
- ✓ Los índices de apalancamiento ratifican la mencionada tendencia de incremento de la proporción del endeudamiento sobre la financiación con recursos propios. En este sentido, puede advertirse que, para el período 2013-2016, el índice de endeudamiento sobre patrimonio neto pasó de 1,06 a 1,28.

7.2 ANÁLISIS PROSPECTIVO

Modelo utilizado y supuestos básicos

Con el propósito de modelizar los flujos de fondos incluidos en la valuación realizada, se utilizaron los siguientes supuestos:

I. Modelo adoptado.

Se adoptó un modelo de tres etapas, que comprende dos de crecimiento extraordinario y una estable, coincidente con la fase de madurez del negocio.

La primera etapa de crecimiento extraordinario se extiende entre los años 2017 y 2021. A ella le corresponden los sólidos y fundados planes de crecimiento que posee la compañía, también ratificados por el análisis externo que muestra el dinamismo del sector en el cual compete.

Cabe aclarar que, para la proyección del año 2017, se cotejó la consistencia entre la estimación del plan y la performance real de la compañía, con base en la información contenida en los estados financieros para los primeros nueve meses de ese período fiscal.

Posteriormente, se asumió una segunda etapa, de transición, comprendida entre 2022 y 2026. En ese lapso, se espera que ocurran una serie de factores que disminuirán el dinamismo en el crecimiento de los ingresos, en relación con el de la primera etapa. Dichos factores son la pérdida de atractivo del producto para el consumidor, la saturación del sector y la disminución de la actual posición dominante de Starbucks en el mercado.

Finalmente, en 2027 comienza la última etapa del modelo, la de crecimiento estable. Desde ese momento en adelante, la industria llega a su madurez. En términos de crecimiento, su performance será equivalente a la de la economía en su conjunto.

II. Elección de los segmentos de Ingresos y EBIT a analizar explícitamente.

Dado que los ingresos y la rentabilidad de la compañía provienen de diferentes

segmentos, se seleccionaron los más relevantes en función a su aporte a estos dos conceptos, para ser analizados explícitamente en las proyecciones. En el anexo XV, puede observarse que, para el período 2012-2017, tres segmentos (Américas, CAP y *Channel Development*) han conformado más del 90% y del 95% de los ingresos y del EBIT consolidado de la compañía, respectivamente. Partiendo de esa premisa, el análisis prospectivo se realizó únicamente sobre tales segmentos. Para el resto, la proyección se basó en el promedio de sus performances pasadas.

III. Reducción de la proyección del segmento a la de un país.

Se asumió, además, que el crecimiento del segmento Américas sigue la suerte del correspondiente al de Estados Unidos. Esta abstracción se fundamenta en que, aproximadamente un 87% de las tiendas operadas y un 80% de las licenciadas del segmento, se encuentran en ese país.

Por otra parte, se consideró que el crecimiento en el segmento CAP está definido por la performance de la compañía en China, exclusivamente. A junio 2017, en este país se encontraban aproximadamente el 47% de las tiendas operadas y el 32% de las licenciadas del segmento. Si bien no es una proporción tan significativa como en el caso de Estados Unidos para el segmento Américas, la abstracción es válida en función del valor estratégico que, como se vio en secciones anteriores, la compañía otorga a China para la consecución su estrategia global. En el mismo sentido, otro indicador relevante es que China ocupa el segundo lugar en número de tiendas a nivel mundial (10,3% de las tiendas operadas más licenciadas).

Las cifras que soportan el análisis precedente pueden observarse en el anexo XVI.

Proyección de los ingresos

En relación a los segmentos Américas y CAP, los ingresos fueron modelizados mediante la siguiente ecuación:

Crecimiento de Ingresos = (a) Variación de volumen en tiendas existentes + (b) Variación del ticket promedio + (c) Efecto de ingresos incrementales (aumento neto de tiendas).

Las variables (a) y (b) conforman las denominadas *same store sales* (o *comparable store sales*). Se trata de una medida que evalúa la variación del ingreso en tiendas existentes contra períodos anteriores (año, trimestre, etc.), tanto en cantidad como en precio. El componente (c) es el crecimiento en ventas generado por nuevas inversiones realizadas, que (por oposición al anterior) pueden denominarse *new Store Sales*.

Reformulando la ecuación anterior, el modelo de ingresos de la compañía puede expresarse de la siguiente manera:

$$\text{Crecim. Ingresos} = (1 + \text{Crecim. same store sales}) \times (1 + \text{Crecim. new store Sales}) - 1$$

Dado que no se cuenta con proyecciones específicas para las *same store sales* y para las *new store sales*, se consideró, para cada una de ellas, una variable de reemplazo (o variable *proxy*) que tenga relación con las originales y que sea susceptible de ser proyectada.

En este sentido, se asumió que el comportamiento de las *same store sales* está explicado por el comportamiento de la economía del país analizado. Para ello, la variable *proxy* a proyectar fue el PBI per cápita de Estados Unidos y de China.

La elección de la variable *proxy* se justifica en que, como se mencionó en la sección correspondiente el análisis del negocio, los bienes ofrecidos son de consumo discrecional y son fácilmente reemplazables. En consecuencia, ante bajas en su nivel de ingresos, el consumidor podría optar por sustitutos más económicos, o incluso interrumpir el consumo.

Por su parte, las *new store sales* se proyectaron en función a la cantidad de tiendas abiertas por año, tanto operadas como licenciadas.

A efectos de validar la razonabilidad del modelo adoptado, se realizó (tanto para Estados Unidos como para China), un análisis de regresión entre la información histórica de los ingresos del segmento, PBI per cápita y apertura de nuevas tiendas, para los quince trimestres comprendidos entre el 01 de abril de 2013 y el 31 de diciembre de 2016. Los anexos XVII (segmento Américas) y XVIII (segmento CAP)

muestran que en ambos casos se obtuvo como resultado de las regresiones elevados coeficientes R^2 (0,943 para Américas y 0,9697 para CAP), dando de esta forma sustento apropiado al modelo de ingresos adoptado.

Habiendo definido la metodología general, se procede a definir la proyección realizada sobre los ingresos de cada uno de los segmentos en particular.

I. Segmento Américas

Para el período 2017-2021, el crecimiento de los ingresos proyectado se fundamenta principalmente en la apertura de tres mil cuatrocientas tiendas nuevas en ese lapso, según lo manifestado por la compañía en su plan quinquenal.

A posteriori, se verifica una merma en las *new store sales*. De este modo, el crecimiento de los ingresos pasa a estar explicado cada vez en mayor medida por las *same store sales* (proyectado, como se explicó, a través de la variación del PBI per cápita).

Los supuestos y proyecciones para este segmento se muestran en la siguiente tabla.

PROYECCION INGRESOS SEGMENTO AMERICAS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Proyección apertura tiendas EEUU (cantidad)	680	680	680	680	680	550	500	450	400	350
Tiendas EEUU (cantidad acumulada)	16.287	16.967	17.647	18.327	19.007	19.557	20.057	20.507	20.907	21.257
Crecim. Tiendas EEUU (%)	4,36%	4,18%	4,01%	3,85%	3,71%	2,89%	2,56%	2,24%	1,95%	1,67%
Proyección PBI EEUU Real (%)	2,97%	2,76%	2,64%	2,56%	2,51%	2,48%	2,44%	2,42%	2,40%	2,38%
Proyección Inflación EEUU (%)	1,90%	1,97%	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%	2,04%	2,04%	2,04%	2,04%
Proyección Crecim. PBI EEUU Nominal (%)	4,93%	4,78%	4,72%	4,64%	4,59%	4,56%	4,53%	4,51%	4,49%	4,47%
PBI Nominal proyectado EEUU (en miles de millones de USD)	17.599	18.441	19.312	20.209	21.136	22.100	23.101	24.143	25.227	26.354
Poblacion proyectada EEUU (en miles)	326.107	328.463	330.882	333.181	335.529	337.863	340.169	342.437	344.660	346.831
PBI per Capita nominal proyectado EEUU (en USD)	53.967	56.143	58.365	60.653	62.994	65.412	67.911	70.504	73.193	75.985
Crecim. PBI per Capita EEUU Proyectado (%)	3,76%	4,03%	3,96%	3,92%	3,86%	3,84%	3,82%	3,82%	3,82%	3,81%
Crecim. Ingresos EEUU proyectado (%)	8,28%	8,38%	8,12%	7,92%	7,71%	6,84%	6,48%	6,15%	5,84%	5,55%
INGRESOS ANUALES PROYECTADOS AMERICAS (en millones de	16.021	17.363	18.774	20.261	21.824	23.317	24.827	26.353	27.892	29.441

II. Segmento CAP

Para proyectar los ingresos de este segmento, se consideró como input de *new store sales*, la cifra de nuevas aperturas de tiendas incluida en el plan quinquenal de la compañía para China (cinco mil tiendas entre 2017 y 2021).

Para la segunda parte del período explícito, se asumió una merma en el ritmo de crecimiento, circunstancia que se justifica tanto por un menor crecimiento de nuevas

tiendas como por un menor crecimiento del PBI per cápita.

De manera análoga al segmento Américas, se exponen a continuación las proyecciones resultantes para el segmento CAP.

PROYECCION INGRESOS SEGMENTO CAP	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Proyección apertura tiendas China (cantidad)	1000	1000	1000	1000	1000	750	563	422	316	237
Tiendas China (cantidad acumulada)	7.443	8.443	9.443	10.443	11.443	12.193	12.756	13.177	13.494	13.731
Crecim. Tiendas China (%)	15,52%	13,44%	11,84%	10,59%	9,58%	6,55%	4,61%	3,31%	2,40%	1,76%
Proyección PBI China Real (%)	6,20%	5,80%	5,45%	5,14%	4,87%	4,62%	4,40%	4,20%	4,02%	3,87%
Proyección Inflación China (%)	2,53%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%
Proyección crecim. PBI China Nominal (%)	8,89%	8,49%	8,13%	7,81%	7,53%	7,28%	7,05%	6,85%	6,66%	6,51%
PBI nominal proyectado China (en miles de millones de USD)	12.395	13.447	14.540	15.675	16.856	18.083	19.358	20.683	22.061	23.497
Poblacion proyectada China (en millones)	1.383	1.389	1.393	1.397	1.401	1.404	1.406	1.408	1.409	1.410
PBI per Cápita nominal proyectado China (en USD)	8.960	9.684	10.436	11.219	12.034	12.884	13.769	14.693	15.658	16.667
Crecim. PBI per Capita China Proyectado (%)	8,70%	8,08%	7,77%	7,50%	7,27%	7,06%	6,87%	6,71%	6,56%	6,44%
Crecim. Ingresos China proyectado (%)	25,57%	22,60%	20,53%	18,88%	17,54%	14,07%	11,81%	10,24%	9,12%	8,32%
INGRESOS PROYECTADOS CAP (en millones de USD)	3.690	4.524	5.453	6.483	7.620	8.692	9.719	10.714	11.691	12.663

III. Segmento de Desarrollo de canales

El segmento Desarrollo de Canales incluye negocios en crecimiento, menos consolidados, pero con igual o mayor dinamismo que el de las tiendas. Tomando en consideración tendencias recientes de la industria, como los formatos *ready to drink* o *single-serve*, constituye un segmento de alta importancia en la estrategia global de la compañía.

La diversidad de negocios, canales y regiones geográficas que participan en el segmento, hace que el modelo adoptado para Américas y CAP no sea aplicable. Por ello, la metodología adoptada para este segmento fue la de realizar una regresión lineal de los ingresos contra el tiempo, tomando como información histórica los ingresos trimestrales desde el primer trimestre del año fiscal 2010 hasta el tercero del año fiscal 2017. Como puede observarse en el anexo XIX, la recta de regresión obtenida fue $11.837 t + 164,75$, con un coeficiente R^2 de 0,9159. Esta última cifra ratifica que la metodología utilizada tiene sentido.

A modo de síntesis, las cifras proyectadas de ingresos para este segmento son las siguientes:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
INGRESOS PROYECTADOS CH. DEVELOPMENT (MILLONES DE USD)	1.933	2.039	2.340	2.529	2.719	2.908	3.097	3.287	3.476	3.666	3.855
% DE CRECIMIENTO DE INGRESOS		5,51%	14,76%	8,09%	7,49%	6,97%	6,51%	6,11%	5,76%	5,45%	5,17%

IV. Resto de los segmentos

Para finalizar, EMEA y *All other segments*, que por su escasa significatividad constituyen los segmentos no analizados de manera explícita, se proyectaron utilizando la tasa promedio de crecimiento de ingresos para el período 2013-2016. Dicha tasa equivale a 6,9% anual.

Resumiendo lo expuesto en la presente sección, se muestra la proyección de ingresos 2017-2026, de forma consolidada. Como se observa, la tasa compuesta de crecimiento obtenida para el mencionado período es del 9,73%.

RESUMEN PROYECCION INGRESOS 2017-2021												
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2017-2026
AMERICAS	14.795	16.021	17.363	18.774	20.261	21.824	23.317	24.827	26.353	27.892	29.441	226.074
CAP	2.939	3.690	4.524	5.453	6.483	7.620	8.692	9.719	10.714	11.691	12.663	81.250
CHANNEL DEVELOPMENT	1.933	2.039	2.340	2.529	2.719	2.908	3.097	3.287	3.476	3.666	3.855	29.916
OTROS	1.649	1.763	1.885	2.015	2.154	2.303	2.462	2.632	2.813	3.007	3.215	24.248
TOTAL INGRESOS PROYECTADOS (USD)	21.316	23.513	26.112	28.771	31.617	34.655	37.569	40.464	43.356	46.256	49.174	361.487
CRECIM. ANUAL PROYECTADO PROYECTADO (%)		10,31%	11,05%	10,18%	9,89%	9,61%	8,41%	7,71%	7,15%	6,69%	6,31%	9,73%

Proyección del EBIT

Teniendo en cuenta su relación estable con los ingresos, los costos operativos de cada uno de los segmentos de ingresos (con exclusión de las depreciaciones y amortizaciones) fueron proyectados utilizando una regresión lineal. La misma consideró las cifras históricas de ambas variables correspondientes a los trimestres comprendidos entre abril 2013 y junio 2017. El anexo XX contiene el soporte con los datos utilizados como inputs, así como también las rectas de regresión y coeficientes R^2 obtenidos. Por su parte, el anexo XXI contiene un resumen de las proyecciones obtenidas para esta variable para el período 2017-2026.

Para los segmentos EMEA y *Other Segments*, se asumió un EBIT igual a cero, Esto se fundamenta en la información histórica 2013-2017, que muestra que su desempeño no ha tenido efecto en el resultado operativo de la compañía.

Las restantes variables contempladas para la proyección del EBIT fueron calculadas en base a su relación con los ingresos para el período 2013-2017, y son las que se

detallan a continuación:

- ✓ Amortizaciones y depreciaciones.
- ✓ El resultado de participaciones en otras sociedades, que se fijó en el 1,54% de los ingresos consolidados proyectados.
- ✓ Finalmente, la porción de costos no alocados específicamente a ninguno de los segmentos (como, por ejemplo, los relacionados con la administración central de la compañía) fue determinada en un 4,83% de los ingresos proyectados.

A modo de resumen, el siguiente cuadro muestra la proyección del EBIT, consolidado para todos los segmentos.

RESUMEN PROYECCION EBIT												
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	TOTAL 2017-2026
TOTAL INGRESOS PROYECTADOS (USD)		23.513	26.112	28.771	31.617	34.655	37.569	40.464	43.356	46.256	49.174	361.487
Proyección Costos Operativos Americas		-11.505	-12.454	-13.452	-14.503	-15.608	-16.664	-17.731	-18.810	-19.898	-20.993	-161.620
Proyección Costos Operativos CAP		-3.021	-3.702	-4.460	-5.301	-6.230	-7.105	-7.943	-8.756	-9.554	-10.348	-66.421
Proyección Costos Operativos Channel Development		-1.067	-1.211	-1.301	-1.392	-1.482	-1.573	-1.664	-1.754	-1.845	-1.936	-15.224
Proyección Costos Operativos Otros Segmentos		-1.763	-1.885	-2.015	-2.154	-2.303	-2.462	-2.632	-2.813	-3.007	-3.215	-24.248
Proyección Costos no alocados		-1.135	-1.260	-1.388	-1.526	-1.672	-1.813	-1.953	-2.092	-2.232	-2.373	-17.444
Total proyección Costos operativos		-18.490	-20.511	-22.616	-24.876	-27.295	-29.617	-31.923	-34.226	-36.537	-38.865	-284.957
más: Equity from Investees		362	402	443	487	534	579	623	668	713	758	5.569
TOTAL PROYECCIÓN EBIT (USD)	4.172	5.385	6.003	6.598	7.228	7.893	8.530	9.165	9.798	10.432	11.067	82.099
EBIT MARGIN PROYECTADO		22,90%	22,99%	22,93%	22,86%	22,78%	22,71%	22,65%	22,60%	22,55%	22,51%	22,71%

Según puede observarse, de la proyección surge una relación EBIT/Ingresos del 22,71%.

Cálculo de la tasa de descuento

En relación al costo promedio ponderado del capital, la cifra obtenida de su cálculo es la siguiente:

WACC	=	kd	x	(D/V)	x	(1-t)	+	ke	x	(E/V)
7,73%		3,70%		4,59%		68,25%		7,98%		95,41%

Seguidamente, se realiza un recorrido por cada uno de sus componentes, para explicar la metodología aplicada en su estimación.

a. *Proporciones D/V y E/V*

Según la correspondiente nota del estado financiero, el valor de mercado de la deuda al 30 de junio de 2017 ascendió a USD MM 4.053. Por otra parte, el valor del *equity* equivale a la cantidad de acciones al 30 de junio por 2017 por su valor de cotización a la fecha. Esto es, 1.445,7 millones de acciones a USD 58.31 por acción, resultando en una capitalización de mercado de MM USD 84.298.77. La suma de ambas cifras resulta en USD MM 88.351,77, cifra que conforma el valor de mercado de la compañía a la fecha.

Respecto a estas proporciones, se asumió la existencia de una relación constante entre deuda y *equity* a valor de mercado. Esta premisa se verificó con la información histórica correspondiente a los ejercicios fiscales 2012 a 2017, donde la relación D/E fue en promedio 4,6%. Los pequeños cambios que hay entre cada año fueron considerados como un mero acomodamiento temporal.

b. *Costo del endeudamiento*

La composición de la deuda de largo plazo de la compañía al 30 de junio de 2017 es la siguiente:

Batch	Maturity	Moneda	Cupón	Valor de Libros	Fair Value	Ponderación
2018 notes	05/12/2018		2,000%	350	352	
2021 notes	04/02/2021		2,100%	750	754	
2022 notes	15/06/2022	Dólar	2,700%	500	510	81,2%
2023 notes	01/10/2023	estadounidense	3,850%	750	807	
2026 notes	15/06/2026		2,450%	500	482	
2045 notes	15/06/2045		4,300%	350	386	
2024 notes	01/03/2024	Yen	0,372%	758	762	
Otros Ajustes				-23	0	
TOTALES				3.936	4.053	100,0%

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros al 30/06/2017 y a Morningstar (2017).

Se trata en su totalidad de emisiones de títulos de deuda con cupón fijo, no convertibles en acciones. Como se observa en la tabla, más del 80% se encuentra

emitido en Dólares estadounidenses y el resto en Yenes.

De acuerdo con Morningstar (2017), a la fecha de la valuación, la tasa interna de retorno de la emisión de deuda con vencimiento en junio 2045 (es decir, con vencimiento a 28 años) era de 3,7% en dólares.

c. Coeficiente 1-t

Es el complemento de la tasa efectiva de impuestos promedio para el período 2013-2017, calculada en 31,75%.

d. Costo del capital propio

El valor del costo del capital propio al que se arribó fue 7,98%, interviniendo para su cálculo los siguientes inputs.

k_e	=	r_f	+	Beta	x	$(r_m - r_f)$	+	Prima adicional de riesgo
7,98%		2,84%		0,79		5,69%		0,6272%

d.1 Tasa de interés libre de riesgo

La misma corresponde al rendimiento al 30 de junio de 2017 de un bono del Tesoro de Estados Unidos a 30 años.

d.2 Coeficiente beta

Para su estimación, se desarrollaron dos metodologías.

I. En primer término, el cociente de la covarianza entre los rendimientos mensuales de la acción de Starbucks y el Índice S&P 500 y la varianza de este último, por el período comprendido entre el 01/07/2012 y 30/06/2017. La información histórica fue obtenida de Yahoo Finance (2017).

El cálculo del valor obtenido (0.79233) se muestra en el siguiente cuadro.

A. BETA DE SBUX COMO COV. (SBUX;S&P)/VAR (S&P)

	SBUX	S&P 500
Media	1,83%	0,98%
Varianza	0,0023540	0,0007448 B
Desvío Estandar	4,89%	2,75%
Covarianza (Sbux; S&P)	0,0005901 A	
Beta	<u><u>0,79233</u> A / B</u>	

Fuente: elaboración propia en base a Yahoo Finance (2017).

II. La segunda estimación de beta se efectuó aplicando el enfoque *bottom-up*.

Para la definición del conjunto de compañías comparables, se tomó como punto de partida la información disponible en los sitios web de Yahoo Finance (2017) y Google Finance (2017), Mientras que el primero clasifica a Starbucks dentro del sector de restaurantes de especialidades (*specialty eateries*), Google Finance propone su inclusión dentro del sector de bares y restaurantes.

De ese conjunto de compañías, incluidas en los mencionados agrupamientos, se procuró descartar a aquellas que tuvieran marcadas diferencias con Starbucks en términos de las características del negocio y grado de apalancamiento financiero.

Las que finalmente resultaron seleccionadas para la estimación de beta fueron las siguientes tres: *Dunkin' Brands*, *Mc Donalds* y *Yum Brands*.

De esta manera, se obtuvieron cuatro betas apalancadas (la de Starbucks junto con las comparables), cada una de las cuales fue desapalancada (utilizando la expresión matemática $[1 + (1-t) D/E]$). Ello requirió conocer los valores de *equity*, deuda y tasa efectiva de impuestos al 30 de junio de 2017 para cada una de las compañías comparables.

Posteriormente, se obtuvo el promedio de las betas desapalancadas, y a esa cifra se la volvió a apalancar, utilizando el ratio D/E (1-t) propio de Starbucks. El valor al que finalmente se arribó fue de 0,6444.

El detalle de los cálculos realizados para estimar beta según el enfoque *Bottom-Up*

se muestra en la siguiente tabla:

B. BETA SEGÚN ENFOQUE BOTTOM - UP

#	TICKER	COMPAÑÍA	BETA APALANCADA	DEUDA	EQUITY	DEUDA/EQUITY	TASA IMPOSITIVA EFECTIVA	1 + D (1-t)/E	BETA DESAPALANCADA
1	SBUX	STARBUCKS CORP.	0,7923	4.053,00	84.298,77	4,81%	31,75%	103,28%	0,7672
2	DNKN	DUNKIN' BRAND GO	0,6659	2.459,56	4.989,02	49,30%	33,89%	132,59%	0,5022
3	MCD	MC DONALDS CORP	0,6693	30.300,00	124.836,12	24,27%	32,54%	116,37%	0,5751
4	YUM	YUM BRANDS	0,8309	9.474,00	25.343,70	37,38%	26,14%	127,61%	0,6511
PROMEDIO			0,7396			28,9%	31,1%	119,96%	
BETA DESAPALANCADA (PROMEDIO)									0,6239
REAPALANCAMIENTO DE BETA PARA STARBUCKS CORP.									103,28%
									0,6444

Fuente: elaboración propia en base a Yahoo Finance (2017).

Sin embargo, y tal como se mencionó en la sección correspondiente al análisis competitivo, los límites de la industria donde compite Starbucks resultan difusos y en muchos casos hay solapamientos. Esta circunstancia produjo un elevado grado de dificultad al momento de definir las comparables.

Por ello, se decidió priorizar la utilización de los valores de beta estimados mediante la primera de las metodologías mencionadas.

A efectos de obtener una fuente adicional con la cual contrastar la estimación propia, se consultó la información disponible en Damodaran *Online* (2017), para el beta del sector que incluye a Starbucks (*restaurant/dining*).

La cifra que arroja esta fuente (0,77) resulta cercana a la calculada en función a los datos históricos del rendimiento de la acción de Starbucks, lo que ratifica a esta última como la más adecuada para utilizar en la valuación.

A modo de resumen, se presenta un cuadro con los distintos valores obtenidos para la estimación de beta.

	Covar (SBUX;S&P) / Var (S&P)	Bottom-Up (desapalancada)	Bottom-Up (reapalancada con coef. SBUX)	A. Damodaran (apalancada)
BETA OBTENIDA	0,7923	0,7396	0,6444	0,7700

Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance (2017) / Damodaran Online (2017).

d.3 Prima de riesgo de mercado

Se consultó la información disponible en *Damodaran Online* (2017) por país. La cifra obtenida, de 5,69%, corresponde a Estados Unidos. Para validar su razonabilidad, esta cifra fue corroborada con las magnitudes de esta variable propuestos por otros autores que conforman la bibliografía consultada para en este trabajo.

d.4. Prima adicional a la prima de riesgo de Estados Unidos

Para el cálculo de esta cifra, se ponderó el ingreso de cada uno de los países donde opera la compañía, en función a la cantidad de tiendas (operadas y licenciadas) por cada país respecto al total, al 30 de junio de 2017. Seguidamente, a la ponderación obtenida para cada país se le aplicó el adicional de prima país obtenida del sitio web de *Damodaran Online* (2017).

El anexo XXII muestra el resultado del análisis efectuado, que se tradujo en un incremento en el costo del capital propio en 0,6272%, alcanzando de este modo un valor de 7,98%.

Proyección de la inversión y otras variables

Las variaciones de las inversiones en bienes de uso, adquisiciones y activos intangibles se proyectaron considerando su relación con los ingresos, para los ejercicios fiscales 2012 a 2016. Los ratios resultantes fueron del 5,11% y 2,4% de los ingresos proyectados para cada año, respectivamente.

El capital de trabajo al cierre de cada ejercicio fue proyectado considerando la relación entre ingresos y capital de trabajo a la fecha del último ejercicio reportado (2016). Esta cifra asciende a 3,91%. Las variaciones de capital de trabajo se

estimaron como diferencia de los valores al cierre de cada año.

La tasa impositiva se proyectó considerando el promedio de la tasa efectiva correspondiente al período 2013-2017 (31,75%).

Finalmente, para el cálculo de la tasa de crecimiento correspondiente al período estable (que transcurre desde 2027 en adelante), se tomaron las proyecciones de crecimiento anual del PBI nominal estimado de largo plazo de OECD (2017), para el conjunto de todas las economías del mundo. Dicha cifra es de 2,625% anual.

7.3 VALUACIÓN AL 30/06/2017 POR FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS

Teniendo en cuenta los supuestos y proyecciones desarrollados en los anteriores apartados, se expone la valuación resultante para Starbucks Corporation al 30/06/2017.

STARBUCKS CORPORATION - VALUACIÓN POR FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS
(en millones de USD, salvo indicación en contrario)

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	g (estable) 2,625%	
	RATIO	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Per. Estable
Ingresos proyectados		21.316	23.513	26.112	28.771	31.617	34.655	37.569	40.464	43.356	46.256	49.174	50.465
Capex (Valor de Origen)		10.573	11.775	13.110	14.581	16.198	17.969	19.890	21.958	24.175	26.540	29.054	31.634
Adquisiciones + Activos Intangibles + Goodwill		2.739	3.302	3.927	4.616	5.373	6.203	7.103	8.072	9.111	10.219	11.396	12.605
Capital de Trabajo	3,91%	833	919	1.021	1.125	1.236	1.355	1.469	1.582	1.695	1.808	1.923	1.973
EBIT proyectado	22,71%	4.172	5.385	6.003	6.598	7.228	7.893	8.530	9.165	9.798	10.432	11.067	11.461
Impuestos sobre Ebit	31,75%	-1.371	-1.710	-1.906	-2.095	-2.295	-2.506	-2.709	-2.910	-3.111	-3.312	-3.514	-3.639
Depreciacion y amort.	3,97%	981	933	1.036	1.141	1.254	1.374	1.490	1.605	1.720	1.835	1.950	2.002
Variacion en CAPEX	5,11%	-931	-1.202	-1.335	-1.471	-1.616	-1.772	-1.921	-2.069	-2.217	-2.365	-2.514	-2.580
Variacion en Adquisiciones + Activos Intangibles	2,40%	-213	-563	-625	-689	-757	-830	-900	-969	-1.038	-1.108	-1.178	-1.209
Variacion en Working Capital		45	-86	-102	-104	-111	-119	-114	-113	-113	-113	-114	-50
FLUJO DE EFECTIVO DE LA FIRMA (PERIODOS EXPLICITOS & PERPETUIDAD)		2.683	2.757	3.070	3.380	3.702	4.041	4.378	4.709	5.039	5.368	5.697	5.985
V.A. DE LA PERPETUIDAD AL INICIO DEL PERIODO EXTRAORDINARIO													117.327
WACC	7,73%												
Factor de Actualización			1,08	1,16	1,25	1,35	1,45	1,56	1,68	1,81	1,95	2,10	2,10
FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS			2.559	2.646	2.704	2.749	2.785	2.801	2.797	2.778	2.748	2.707	55.746
Valor Flujos explícitos		27.273											
Valor Terminal		55.746											
Valor de la Firma		83.019											
Valor de mercado de la Deuda		-4.053											
Valor del Equity		78.966											
Cantidad de Acciones (millones)		1.445,70											
Cotización de la acción por Flujos de Fondos Descontados (en USD)		54,62											
Cotización de mercado de la acción al 30/06/2017 (en USD)		58,31											
Sobrevaluacion (en USD)		3,69											
Sobrevaluacion (en %)		6,33%											

Como se observa, la aplicación de flujos de fondos descontados arroja un valor estimado para la acción al 30 de junio de 2017 de USD 54,62. Contrastando esta cifra con su cotización a la misma fecha (USD 58,31), se concluye en que se ésta se encuentra sobrevaluada en 6,33%.

No obstante, tal como se recalcó en este trabajo, la utilización de este método no es más que una estimación. Por tal motivo, resulta útil practicar un análisis de sensibilidad del valor obtenido de la estimación, en función a cambios en la variable que mayor impacto tiene sobre ella: las aperturas de tiendas.

La tabla que se presenta a continuación muestra una serie de valores para la acción de Starbucks Corporation al 30 de junio de 2017. Dichos valores se obtuvieron partiendo del número de aperturas de tiendas promedio para Estados Unidos y para China durante el primer período de crecimiento extraordinario (es decir, entre 2017 y 2021), que configura el caso base. Luego, las cantidades correspondientes a ambas variables se modificaron en intervalos de de 5%, en sentido creciente y decreciente.

En violeta, se expone el valor resultante para el caso base (promedio de 1.000 tiendas por año en China y 680 en Estados Unidos). En rojo, se resaltaron aquellos casos donde la valuación obtenida es menor a la del caso base. Por el contrario, en las celdas verdes, el valor hallado es mayor.

STARBUCKS CORPORATION - ANALISIS DE SENSIBILIDAD FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS

Variación / N° Tiendas			Promedio anual de aperturas China (2017-2021)										
			-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
			750	800	850	900	950	1.000	1.050	1.100	1.150	1.200	1.250
Promedio anual de aperturas USA (2017-2021)	-25%	510	51,68	51,95	52,22	52,48	52,75	53,02	53,29	53,56	53,82	54,09	54,36
	-20%	544	52,00	52,27	52,54	52,80	53,07	53,34	53,61	53,88	54,14	54,41	54,68
	-15%	578	52,32	52,59	52,86	53,12	53,39	53,66	53,93	54,20	54,46	54,73	55,00
	-10%	612	52,64	52,91	53,18	53,44	53,71	53,98	54,25	54,52	54,78	55,05	55,32
	-5%	646	52,96	53,23	53,50	53,76	54,03	54,30	54,57	54,84	55,10	55,37	55,64
	0%	680	53,28	53,55	53,82	54,08	54,35	54,62	54,89	55,16	55,43	55,69	55,96
	5%	714	53,60	53,87	54,14	54,40	54,67	54,94	55,21	55,48	55,75	56,01	56,28
	10%	748	53,92	54,19	54,46	54,72	54,99	55,26	55,53	55,80	56,07	56,33	56,60
	15%	782	54,24	54,51	54,78	55,04	55,31	55,58	55,85	56,12	56,39	56,65	56,92
	20%	816	54,56	54,83	55,10	55,36	55,63	55,90	56,17	56,44	56,71	56,97	57,24
25%	850	54,88	55,15	55,42	55,68	55,95	56,22	56,49	56,76	57,03	57,29	57,56	

La primera cuestión que arroja de este análisis es el hecho de que ambas variables resultan necesarias como fundamento del valor obtenido. Es decir, no se verifica que el incremento en una sola de ellas sea suficiente para explicar un alza del valor de la

acción, independientemente del comportamiento de la otra. Ello se observa gráficamente, en la tendencia a la simetría entre las áreas roja y verde de la tabla.

El otro hecho relevante es que, en ninguno de los escenarios planteados, la valuación obtenida alcanza al valor de cotización de mercado de la acción al 30 de junio de 2017.

7.4 VALUACIÓN AL 30/06/2017 POR ENFOQUE DE MÚLTIPLOS

Con el objeto de hallar otro valor con la cual contrastar la cifra obtenida al aplicar el enfoque de flujos de fondos descontados, se procede a estimar el valor de la acción de Starbucks Corporation a través de dos múltiplos: el *Price to Earnings* (P/E) y el *Enterprise Value to EBITDA* (EV/EBITDA).

Para su elaboración, se relevó la información necesaria para la construcción de los múltiplos de la compañía para el período de doce meses finalizados el 30/06/2017. Adicionalmente, para el caso del P/E, se agregó también el dato del *Forward Price to Earnings*, obtenido de Yahoo Finance (2017) a la fecha de la valuación.

En relación a la elección de las firmas comparables, se seleccionaron las mismas que se utilizaron para la estimación de beta mediante el enfoque *bottom-up*. Es decir, Mc Donald's, Dunkin' Brands y Yum Brands.

Aquí valen también las mismas consideraciones en relación a las dificultades al momento de determinar el conjunto de comparables, por las particularidades en la definición de límites de la industria.

En el anexo XXIII se encuentran los datos relevados para cada una de las compañías comparables seleccionadas, así como los promedios obtenidos. Estos resultaron ser 23,6 y 22,45 para el caso de Price to Earnings (considerando las earnings históricas y forward earnings, respectivamente) y 15,42 para el caso de Enterprise Value / EBITDA.

La aplicación de estos promedios a la ganancia por acción y al EBIT propios de la

compañía trae como resultado la siguiente estimación del valor de la acción de acuerdo con el enfoque de múltiplos al 30 de junio de 2017.

VALUACION DE STARBUCKS POR MÚLTIPLOS: PRICE TO EARNINGS
(en millones de USD, salvo indicación en contrario)

	Forward Earnings 30/06/2017	
Ratio Precio / Ganancia por acción promedio sector	22,45	23,60
Ganancia por acción Starbucks Corp	2,50	2,00
Precio de la acción según Valuación por múltiplos	56,19	47,30
Cotización de mercado de la acción al 30/06/2017	58,31	58,31
Sobrevaluación en USD	2,12	11,01
Sobrevaluación en %	3,63%	18,88%

Del cuadro precedente, se observa que, en términos del *Price to Earnings ratio*, la acción se encuentra sobrevaluada. Al considerar el múltiplo basado en el *Forward P/E*, la sobrevaluación es de USD 2,12. En el caso del P/E con ganancias históricas, el monto de la sobrevaluación se hace aún más amplia (USD 11,01).

El siguiente cuadro, que arroja el valor hallado para la acción por aplicación del ratio *EV/EBITDA*, muestra una notable similitud con la valuación hallada a través del enfoque de flujos de fondos descontados.

VALUACION DE STARBUCKS POR MÚLTIPLOS: ENTERPRISE VALUE / EBITDA
(en millones de USD, salvo indicación en contrario)

	30/06/2017
Ratio Valor de la Firma / EBITDA promedio del sector	15,42
EBITDA de Starbucks Corp.	5.346
Valor de la Firma según Valuación por múltiplos	82.411
menos: Deuda a valor de mercado	-4.053
Valor del Equity	78.358
Cantidad de Acciones Starbucks Corp. (millones)	1.445,70
Precio de la acción según Valuación por múltiplos	54,20
Cotización de mercado de la acción al 30/06/2017	58,31
Sobrevaluación en USD	4,11
Sobrevaluación en %	7,05%

Si bien las cifras obtenidas no dejan de ser estimaciones que presuponen una serie de hipótesis y simplificaciones, vale destacar que en todos los casos las valuaciones

por múltiplos son coincidentes en cuanto a la sobrevaluación de la acción al 30 de junio de 2017.

CONCLUSIONES

Para finalizar, se presentan una serie de conclusiones, tomando en consideración los objetivos que inicialmente se había planteado este trabajo.

En primer término, se ha satisfecho el objetivo primordial de hallar un valor intrínseco para la acción. Para ello, se han aplicado las dos metodologías más usuales en la disciplina de valuación de compañías: flujo de fondos descontados y múltiplos.

Mediante la aplicación del enfoque de flujos de fondos descontados, se arribó a la conclusión que la acción se hallaba sobrevaluada. Luego, el análisis se extendió, para estimar la variabilidad en los valores de la acción ante modificaciones en el comportamiento de aquellas variables que tuviesen mayor grado de relevancia para su cálculo. En ninguno de los resultados obtenidos a partir el análisis de sensibilidad, se halló que el valor intrínseco superaba a la cotización real de la acción a la fecha de la valuación. Esta circunstancia, si bien no es concluyente, otorga mayor solidez a la estimación realizada.

Por otra parte, el enfoque de múltiplos aportó una tendencia similar. Los ratios analizados (P/E y EV/EBITDA) evidenciaron que la cotización de mercado la acción resultaba excesiva en comparación con el valor hallado en base a los valores promedio de los comparables seleccionados.

Por lo expuesto, la recomendación respecto a las posibles decisiones sobre la acción al 30 de junio de 2017, es la de vender.

Adicionalmente a este objetivo primordial, se ha dado cumplimiento a los demás, al haber llevado a cabo la valuación como un proceso con etapas organizadas y relacionadas entre sí.

En primera instancia, se efectuó un recorrido por el corpus teórico que sustenta las técnicas aplicadas. Allí pudieron comprenderse los conceptos fundamentales, sobre los cuales hay consenso doctrinal, pero también algunas de las elecciones prácticas de los autores para resolver las cuestiones más controvertidas o que presuponen ciertas dosis de subjetividad.

Posteriormente, se hizo foco en la comprensión de la dimensión estratégica de la

compañía. Es decir, en entender de forma precisa cómo funciona el entorno donde opera, sus fortalezas y debilidades en el ámbito interno y como procura desarrollar el negocio de manera rentable y perdurable.

Junto con esta dimensión, se analizó la información contenida en los estados financieros de la compañía, a través de la técnica más usual para tal fin, el análisis de ratios. La interpretación de la situación económica y financiera permitió entender cómo había sido la performance de la compañía en el pasado y cuál era su situación a la fecha en que se practicó la valuación.

Solamente a partir de ese momento, y conociendo las mencionadas dimensiones, pudieron realizarse las proyecciones de ingresos y de las demás variables, que dieron sustento a la valuación practicada.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BERK, J. y DE MARZO, Peter. Finanzas Corporativas. 1a ed. México: Pearson, 2008. ISBN: 9789702610847.

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. y ALLEN, Franklin. Principios de Finanzas Corporativas. 9a ed. México: McGraw-Hill, 2010. ISBN: 9789701072837.

BROWN, Nick. 'Third Wave' Market Emerging as Southeast Asia's Chain Growth Booms. Daily Coffee News [en línea]. 2015 [consulta en 28 de agosto de 2017] <<http://dailycoffeenews.com/2015/11/19/third-wave-market-emerging-as-southeast-asias-chain-growth-booms/>>.

BROWN, Nick. UK Specialty Coffee Boom Just Beginning, 100% Growth Expected by 2020. Daily Coffee News [en línea]. 2015 [consulta el 21 de agosto de 2017] <<http://dailycoffeenews.com/2015/08/24/uk-specialty-coffee-boom-just-beginning-100-growth-expected-by-2020/>>.

BUSINESS INSIDER. [consulta en 21 de agosto de 2017] <<http://www.businessinsider.com/facts-about-the-coffee-industry-2011-11#after-crude-oil-coffee-is-the-most-sought-commodity-in-the-world-1>>.

CAFÉ DE COLOMBIA. Coffee or Tea? A Picture of World Consumption [en línea]. 2014 [consulta en 21 de agosto de 2017] <http://www.cafedecolombia.com/bb-fnc-en/index.php/comments/coffee_or_tea_a_picture_of_world_consumption/>.

CBI. Trends: Coffee in Europe [en línea]. 2016 [consulta en 28 de agosto de 2017] <https://www.cbi.eu/sites/default/files/market_information/researches/trends-europe-coffee-2016.pdf>.

CBI. Channels and Segments: Coffee in Europe [en línea]. 2016 [consulta en 07 de septiembre de 2017] <https://www.cbi.eu/sites/default/files/market_information/researches/channels-segments-europe-coffee-2016.pdf>.

COMUNICAFFE. Coffee consumption steadily on rise in Shanghai [en línea]. 2015 [consulta en 21 de agosto de 2017] <<https://www.comunicaffe.com/coffee-consumption-steadily-on-rise-in-shanghai/>>.

DAMODARAN, Aswath. Investment Valuation – Tools and techniques for determining the value of any asset. 3a ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2012. ISBN: 9781118206553.

DAMODARAN, Aswath. Applied Corporate Finance. 4a ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2015. ISBN: 9781118808931.

DAMODARAN ONLINE [consulta en 28 de agosto de 2017] <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/>.

EUROMONITOR. Coffee in China. [consulta en 21 de agosto de 2017] <<http://www.euromonitor.com/coffee-in-china/report>>.

BADENHAUSEN, Kurt. Apple Heads the World's Most Valuable Brands of 2017 At \$170 Billion [en línea]. FORBES MAGAZINE 2017 [consulta el 21 de agosto de 2017] <<https://www.forbes.com/sites/kurtbadenhausen/2017/05/23/apple-heads-the-worlds-most-valuable-brands-of-2017-at-170-billion/#172e1f48384b> >.

GARCÍA, José Manuel. El gusto por el café en China va en aumento. GLOBAL ASIA [en línea]. 2013 [consulta en 7 de septiembre de 2017] <<http://china.globalasia.com/negocios-en-china/el-gusto-por-el-cafe-en-china-va-en-aumento/>>.

GOOGLE FINANCE [en línea]. [consulta en 7 de septiembre de 2017] <<https://www.google.com>>.

HITCHNER, James R. Financial Valuation – Applications and Models. 3a ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2011. ISBN: 9780470506875.

HUBELL, Tyler. 5 Coffee Industry Trends You Can't Miss in 2017. National Coffee Blog. 2016 [consulta el 21 de agosto de 2017] <<https://nationalcoffeeblog.org/2016/12/29/5-coffee-industry-trends-you-cant-miss-in-2017/>>.

INTERNATIONAL COFFEE ASOCIATION (ICO). 2017 [consulta en 21 de agosto de 2017] <<http://www.ico.org/prices/po-production.pdf>>.

INTERNATIONAL COFFEE ASOCIATION (ICO). 2017 [consulta en 21 de agosto de 2017] <<http://www.ico.org/prices/new-consumption-table.pdf>>.

KOLLER, Tim, GOEDHART, Marc y WESSELS, David. Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. 4a ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2005. ISBN: 100471702188.

LÓPEZ DUMRAUF, Guillermo. Finanzas corporativas: un enfoque latinoamericano. 3a ed. Buenos Aires: Alfaomega, 2013. ISBN: 9789871609475.

MORNINGSTAR. 2017 [consulta en 01 de agosto de 2017] <<http://quicktake.morningstar.com/stocknet/bonds.aspx?symbol=sbux>>.

NATIONAL COFFEE BLOG A New Generation of Products Is Shaping the Future of Coffee. 2016 [consulta en 21 de agosto de 2017] <<https://nationalcoffeeblog.org/2016/12/19/a-new-generation-of-products-is-shaping-the-future-of-coffee/>>.

NATIONAL COFFEE BLOG What Are We Drinking? Understanding Coffee Consumption Trends. 2016 [consulta en 21 de agosto de 2017] <<https://nationalcoffeeblog.org/2016/03/19/coffee-drinking-trends-2016/>>.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD) [consulta en 7 de septiembre de 2017] <<https://data.oecd.org/gdp/gdp-long-term-forecast.htm>>.

PALEPU, Krishna G., HEALY, Paul M. y BERNARD, Victor L. Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements. 2a ed. Cincinnati: Thompson South Western, 2000. ISBN: 9780324015652.

PORTER, Michael. Competitive Strategy. 1era ed. New York: The Free Press, 1980. ISBN: 9781416590354.

QSR MAGAZINE. How Starbucks Reinvented the Customer Experience in the Drive Thru. QSR Magazine [en línea]. 2016 [consulta en 21 de agosto de 2017]

<<https://www.qsrmagazine.com/outside-insights/how-starbucks-reinvented-customer-experience-drive-thru>>.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W. y JORDAN, Bradford D. Fundamentos de Finanzas Corporativas. 9a ed. México, D.F.: McGraw-Hill, 2010. ISBN: 9786071507419.

SANJURJO, Miguel (coordinador). Guía de valoración de empresas. 2a ed. Madrid: Prentice Hall Financial Times, 2003. ISBN 9788420540108.

SPECIALTY COFFEE ASSOCIATION OF AMERICA (SCAA). Question: What is Specialty Coffee. 2017 [consulta en 21 de agosto de 2017] <<http://www.scaa.org/?page=resources&d=what-is-specialty-coffee>>.

SPECIALTY COFFEE ASSOCIATION OF AMERICA (SCAA). U.S. Specialty Coffee Facts & Figures. 2015 [consulta en 21 de agosto de 2017] <<http://scaa.org/?page=resources&d=facts-and-figures>>.

SPECIALTY COFFEE ASSOCIATION OF AMERICA (SCAA). U.S. Specialty Coffee Consumption. 2017 [consulta en 21 de agosto de 2017] <http://scaa.org/PDF/SCAA_Consumption_Infographic.pdf>.

STARBUCKS NEWSROOM. Starbucks Presents its Five-Year Plan for Strong Global Growth. Starbucks Newsroom [en línea]. 2016 [consulta en 21 de agosto de 2017] <<https://news.starbucks.com/news/NY-express-format-store>>.

STARBUCKS INVESTOR RELATIONS [en línea]. [consulta en 29 de agosto de 2017] <<https://investor.starbucks.com/investor-relations/default.aspx>>.

STARBUCKS NEWSROOM. New Starbucks Concept Store: An “Espresso Shot” of a Store Experience. Starbucks Newsroom [en línea]. 2015 [consulta en 21 de agosto de 2017] <<https://news.starbucks.com/news/NY-express-format-store>>.

STARBUCKS MELODY. Starbucks on Wheels! [en línea]. 2015 [consulta en 21 de agosto de 2017] <<http://www.starbucks-melody.com/2015/02/09/starbucks-wheels/>>.

VALENTINE, James J. Best practices for equity research analysts: essentials for buy-side and sell-side analysts. New York: McGraw-Hill, 2011. ISBN 9780071736381.

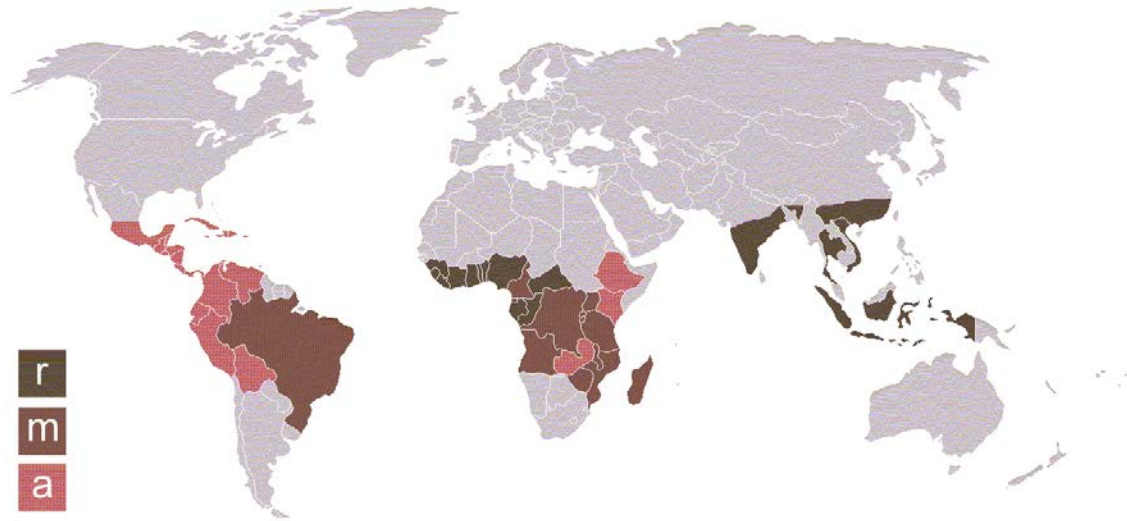
VILLAÉCIJA, Raquel. Starbucks le declara la guerra a Trump. Diario El Mundo [en línea]. 2017 [consulta en 28 de agosto de 2017] <<http://www.elmundo.es/economia/2017/01/30/588f494f46163fba308b4612.html>>.

WARD, Heather. U.S. Specialty Coffee Shops: Market Size in the U.S. SCAA News [en línea]. 2016 [consulta en 07 de septiembre de 2017] <<http://www.scanews.coffee/2016/12/06/specialty-coffee-shops-market-size-in-the-u-s/>>.

YAHOO FINANCE [en línea]. [consulta en 28 de agosto de 2017] <<https://finance.yahoo.com/>>.

ANEXOS

Anexo I – Distribución geográfica de la producción mundial de robusta y arábica



Referencias:

- r: Variedad Robusta.*
- m: Variedad Arábica y Robusta.*
- a: Variedad Arábica.*

Fuente: http://www.bedri.es/Comer_y_beber/Cafe/El_cafe_en_el_mundo.htm (consulta en línea 16 de marzo de 2017).

Anexo II – Cifras de la producción y consumo en la Industria del Café (2013-2016)

Producción de Café 2016-2013 por variedad (expresado en millones de toneladas)

	Año (calendario)				Análisis Vertical					Crecimiento Anual			
	2016	2015	2014	2013	2016	2015	2014	2013	Promedio	2016	2015	2014	Promedio
Arabicas	5,84	5,30	5,17	5,42	63,2%	58,2%	57,9%	59,3%	59,7%	10,2%	2,4%	-4,6%	2,5%
Robustas	3,40	3,80	3,76	3,72	36,8%	41,8%	42,1%	40,7%	40,3%	-10,6%	1,2%	1,0%	-3,0%
	9,23	9,09	8,92	9,13	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	1,5%	1,9%	-2,3%	0,4%
Africa	0,99	0,98	0,96	0,97	10,7%	10,8%	10,8%	10,7%	10,7%	0,5%	2,0%	-1,4%	0,4%
Asia + Oceanía	2,69	2,94	2,74	2,79	29,1%	32,3%	30,7%	30,5%	30,7%	-8,5%	7,3%	-1,7%	-1,2%
Central America + Mexico	1,06	1,04	1,03	1,00	11,5%	11,4%	11,5%	11,0%	11,3%	2,8%	0,8%	2,4%	2,0%
América del Sur	4,49	4,14	4,20	4,37	48,7%	45,5%	47,0%	47,8%	47,3%	8,6%	-1,4%	-3,9%	0,9%
	9,23	9,09	8,92	9,13	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	1,5%	1,9%	-2,3%	0,4%
	2016	2015	2014	2013	2016	2015	2014	2013	Promedio	2016	2015	2014	Promedio
Brasil	3,30	3,02	3,14	3,28	35,7%	33,2%	35,2%	35,9%	35,0%	9,2%	-3,7%	-4,4%	0,2%
Vietnam	1,53	1,72	1,59	1,66	16,6%	19,0%	17,8%	18,1%	17,9%	-11,3%	8,4%	-4,0%	-2,6%
Colombia	0,87	0,84	0,80	0,73	9,4%	9,2%	9,0%	8,0%	8,9%	3,5%	5,0%	9,7%	6,0%
Indonesia	0,69	0,74	0,69	0,68	7,5%	8,1%	7,7%	7,4%	7,7%	-6,7%	7,9%	1,4%	0,7%
Etiopía	0,40	0,40	0,40	0,39	4,3%	4,4%	4,5%	4,3%	4,4%	-1,7%	1,3%	1,5%	0,4%
	6,79	6,73	6,61	6,74	73,5%	74,0%	74,1%	73,7%	73,8%	0,8%	1,8%	-1,9%	0,2%

Consumo de Café 2016-2013 por variedad (expresado en millones de toneladas)

Region	Año (cosecha)				Análisis Vertical					Crecimiento Anual			
	2015/16	2014/15	2013/14	2012/13	2015/16	2014/15	2013/14	2012/13	Promedio	2015/16	2014/15	2013/14	Promedio
Africa	0,65	0,65	0,64	0,63	6,9%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	0,4%	1,5%	1,2%	1,0%
Asia + Oceanía	2,02	1,95	1,84	1,77	21,6%	21,4%	20,6%	20,0%	20,9%	3,3%	6,0%	4,3%	4,5%
América Central + Mexico	0,32	0,31	0,31	0,31	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	1,4%	1,5%	-0,8%	0,7%
Europe	3,10	3,05	3,01	3,00	33,2%	33,5%	33,7%	34,0%	33,6%	1,3%	1,5%	0,3%	1,0%
América del Norte	1,74	1,64	1,66	1,61	18,6%	18,0%	18,6%	18,2%	18,4%	5,7%	-1,3%	3,5%	2,6%
América del Sur	1,51	1,50	1,48	1,50	16,2%	16,4%	16,6%	17,0%	16,6%	1,2%	1,1%	-1,4%	0,3%
	9,33	9,11	8,94	8,82	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	2,4%	1,8%	1,4%	1,9%

Fuente: elaboración propia en base a ICO (2017).

Anexo III – Apertura de ingresos por canal (en millones de dólares y porcentaje)

INGRESOS POR CANAL	PERÍODO FISCAL						ANÁLISIS VERTICAL						ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2017 (1)	2016	2015	2014	2013	2012	2017 (1)	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013
Company-operated stores	13.174	16.844	15.197	12.978	11.793	10.535	78,9%	79,0%	79,3%	78,9%	79,3%	79,2%	10,8%	17,1%	10,0%	11,9%
Licensed stores	1.737	2.154	1.862	1.589	1.361	1.210	10,4%	10,1%	9,7%	9,7%	9,2%	9,1%	15,7%	17,2%	16,8%	12,4%
CPG, foodservice and other	1.777	2.318	2.104	1.881	1.713	1.555	10,7%	10,9%	11,0%	11,4%	11,5%	11,7%	10,2%	11,8%	9,8%	10,2%
Total net revenues	16.689	21.316	19.163	16.448	14.867	13.300	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	11,2%	16,5%	10,6%	11,8%

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros de la compañía por los períodos 2012 a 2017.

Anexo IV – Apertura de Ingresos e EBIT por segmento (en millones de dólares)

INGRESOS POR SEGMENTO	PERÍODO FISCAL						ANÁLISIS VERTICAL						ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2017 (1)	2016	2015	2014	2013	2012	2017 (1)	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013
AMERICAS	11.704	14.795	13.293	11.981	11.001	9.936	70,1%	69,4%	69,4%	72,8%	74,0%	74,7%	11,3%	11,0%	8,9%	10,7%
CAP	2.380	2.939	2.396	1.130	917	721	14,3%	13,8%	12,5%	6,9%	6,2%	5,4%	22,7%	112,1%	23,2%	27,1%
EMEA	744	1.125	1.217	1.295	1.160	1.141	4,5%	5,3%	6,3%	7,9%	7,8%	8,6%	-7,5%	-6,0%	11,6%	1,6%
CHANNEL DEVELOPMENT	1.494	1.933	1.731	1.546	1.399	1.292	8,9%	9,1%	9,0%	9,4%	9,4%	9,7%	11,6%	12,0%	10,5%	8,3%
ALL OTHER SEGMENTS	367	524	526	497	390	209	2,2%	2,5%	2,7%	3,0%	2,6%	1,6%	-0,3%	5,8%	27,4%	87,0%
Total	16.689	21.316	19.163	16.448	14.867	13.300	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	11,2%	16,5%	10,6%	11,8%

EBIT POR SEGMENTO	PERÍODO FISCAL						ANÁLISIS VERTICAL						ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2017 (1)	2016	2015	2014	2013	2012	2017 (1)	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013
AMERICAS	2.759	3.742	3.223	2.809	2.365	2.020	70,3%	70,7%	71,3%	73,3%	75,5%	77,9%	16,1%	14,7%	18,8%	17,1%
CAP	563	632	501	373	321	253	14,4%	11,9%	11,1%	9,7%	10,3%	9,7%	26,2%	34,4%	16,0%	27,2%
EMEA	82	152	168	119	64	7	2,1%	2,9%	3,7%	3,1%	2,1%	0,3%	-9,9%	41,1%	85,7%	844,1%
CHANNEL DEVELOPMENT	647	807	654	557	416	340	16,5%	15,2%	14,5%	14,5%	13,3%	13,1%	23,5%	17,4%	34,1%	22,1%
ALL OTHER SEGMENTS	-128	-38	-25	-27	-35	-27	-3,3%	-0,7%	-0,6%	-0,7%	-1,1%	-1,0%	52,0%	-7,4%	-22,9%	29,6%
SUBTOTAL SEGMENTOS	3.923	5.295	4.521	3.831	3.131	2.593	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	17,1%	18,0%	22,3%	20,7%
UNALLOCATED EXPENSES	-811	-1.123	-920	-790	-672	-596							22,0%	16,4%	17,5%	12,9%
TOTAL	3.112	4.172	3.601	3.041	2.459	1.997							15,9%	18,4%	23,7%	23,1%

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros de la compañía por los períodos 2012 a 2017.

(1) Por el período de 9 meses comprendido entre 01/10/2016 y 30/06/2017

ANEXO V – Análisis horizontal de los estados de situación patrimonial 2012-2017 (en millones de dólares)

	PERÍODO FISCAL						ANÁLISIS HORIZONTAL					CONSOLIDADO 2012 - 2017
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013		
ASSETS												
Current assets:												
Cash and cash equivalents	2.716	2.129	1.530	1.708	2.576	1.189	39,1%	-10,4%	-33,7%	116,7%	128,5%	
Short-term investments	290	134	81	135	658	848	65,3%	-40,0%	-79,4%	-22,4%	-65,8%	
Accounts receivable, net	791	769	719	631	561	486	6,9%	13,9%	12,4%	15,5%	62,8%	
Inventories	1.357	1.379	1.306	1.091	1.111	1.242	5,5%	19,8%	-1,8%	-10,5%	9,3%	
Prepaid expenses and other	355	350	334	603	565	435	4,7%	-44,6%	6,7%	29,8%	-18,5%	
Total current assets	5.509	4.761	3.971	4.169	5.471	4.200	19,9%	-4,7%	-23,8%	30,3%	31,2%	
Long-term investments	1.139	1.496	665	833	555	576	125,2%	-20,3%	50,2%	-3,7%	97,7%	
Property, plant and equipment, net	4.700	4.534	4.088	3.519	3.201	2.659	10,9%	16,2%	10,0%	20,4%	76,8%	
Other long-term assets	1.626	1.819	2.117	1.376	1.427	386	-14,1%	53,9%	-3,6%	270,0%	321,6%	
Goodwill	1.549	1.720	1.575	856	863	399	9,2%	84,0%	-0,8%	116,2%	288,1%	
TOTAL ASSETS	14.523	14.330	12.416	10.753	11.517	8.219	15,4%	15,5%	-6,6%	40,1%	76,7%	
LIABILITIES AND EQUITY												
Current liabilities:												
Accounts payable	702	731	684	534	492	398	6,8%	28,2%	8,5%	23,5%	76,4%	
Accrued litigation charge	-	-	-	-	2.784	-	0,0%	0,0%	-100,0%	0,0%	-	
Accrued liabilities	1.771	1.999	1.755	1.514	1.269	1.134	13,9%	15,9%	19,3%	12,0%	56,2%	
Insurance reserves	212	246	225	196	179	168	9,4%	14,6%	9,9%	6,4%	26,1%	
Current portion of Long term Debt	-	400	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	
Deferred revenue	1.342	1.171	984	795	654	510	19,0%	23,8%	21,5%	28,1%	163,1%	
Total current liabilities	4.027	4.547	3.648	3.039	5.377	2.210	24,6%	20,1%	-43,5%	143,3%	82,2%	
Long-term debt	3.936	3.202	2.348	2.048	1.299	550	36,4%	14,6%	57,6%	136,4%	616,1%	
Other long-term liabilities	711	690	601	392	358	345	14,8%	53,2%	9,6%	3,6%	106,0%	
Total liabilities	8.673	8.439	6.597	5.479	7.034	3.105	27,9%	20,4%	-22,1%	126,6%	179,4%	
Shareholders' equity:												
Common stock	1	2	2	1	1	1	0,0%	114,3%	-12,5%	14,3%	100,0%	
Additional paid-in capital	41	41	41	39	282	39	0,0%	4,3%	-86,0%	616,0%	4,3%	
Retained earnings	5.986	5.950	5.975	5.207	4.130	5.046	-0,4%	14,8%	26,1%	-18,2%	18,6%	
Accum. O.C. income/(loss)	-185	-108	-199	25	67	23	-45,6%	-888,1%	-62,2%	195,2%	-915,4%	
Total shareholders' equity	5.843	5.884	5.818	5.272	4.480	5.109	1,1%	10,4%	17,7%	-12,3%	14,4%	
Noncontrolling interest	6	7	2	2	2	6	272,2%	5,9%	-19,0%	-61,8%	10,9%	
Total equity	5.850	5.891	5.820	5.274	4.482	5.115	1,2%	10,4%	17,7%	-12,4%	14,4%	
TOTAL LIABILITIES AND EQUITY	14.523	14.330	12.416	10.753	11.517	8.219	15,4%	15,5%	-6,6%	40,1%	76,7%	

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros de la compañía por los períodos 2012 a 2017.

ANEXO VI – Análisis vertical de los estados de situación patrimonial 2012-2017 (en millones de dólares)

	PERÍODO FISCAL						ANÁLISIS VERTICAL						
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2017	2016	2015	2014	2013	2012	PROMEDIO
ASSETS													
Current assets:													
Cash and cash equivalents	2.716	2.129	1.530	1.708	2.576	1.189	18,7%	14,9%	12,3%	15,9%	22,4%	14,5%	16,5%
Short-term investments	290	134	81	135	658	848	2,0%	0,9%	0,7%	1,3%	5,7%	10,3%	3,0%
Accounts receivable, net	791	769	719	631	561	486	5,4%	5,4%	5,8%	5,9%	4,9%	5,9%	5,5%
Inventories	1.357	1.379	1.306	1.091	1.111	1.242	9,3%	9,6%	10,5%	10,1%	9,6%	15,1%	10,4%
Prepaid expenses and other	355	350	334	603	565	435	2,4%	2,4%	2,7%	5,6%	4,9%	5,3%	3,7%
Total current assets	5.509	4.761	3.971	4.169	5.471	4.200	37,9%	33,2%	32,0%	38,8%	47,5%	51,1%	39,1%
Long-term investments	1.139	1.496	665	833	555	576	7,8%	10,4%	5,4%	7,7%	4,8%	7,0%	7,3%
Property, plant and equipment, net	4.700	4.534	4.088	3.519	3.201	2.659	32,4%	31,6%	32,9%	32,7%	27,8%	32,3%	31,6%
Other long-term assets	1.626	1.819	2.117	1.376	1.427	386	11,2%	12,7%	17,1%	12,8%	12,4%	4,7%	12,2%
Goodwill	1.549	1.720	1.575	856	863	399	10,7%	12,0%	12,7%	8,0%	7,5%	4,9%	9,7%
TOTAL ASSETS	14.523	14.330	12.416	10.753	11.517	8.219	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
LIABILITIES AND EQUITY													
Current liabilities:													
Accounts payable	702	731	684	534	492	398	4,8%	5,1%	5,5%	5,0%	4,3%	4,8%	4,9%
Accrued litigation charge	-	-	-	-	2.784	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	24,2%	0,0%	3,9%
Accrued liabilities	1.771	1.999	1.755	1.514	1.269	1.134	12,2%	14,0%	14,1%	14,1%	11,0%	13,8%	13,2%
Insurance reserves	212	246	225	196	179	168	1,5%	1,7%	1,8%	1,8%	1,5%	2,0%	1,7%
Current portion of Long term Debt	-	400	-	-	-	-	0,0%	2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%
Deferred revenue	1.342	1.171	984	795	654	510	9,2%	8,2%	7,9%	7,4%	5,7%	6,2%	7,6%
Total current liabilities	4.027	4.547	3.648	3.039	5.377	2.210	27,7%	31,7%	29,4%	28,3%	46,7%	26,9%	31,8%
Long-term debt	3.936	3.202	2.348	2.048	1.299	550	27,1%	22,3%	18,9%	19,0%	11,3%	6,7%	18,6%
Other long-term liabilities	711	690	601	392	358	345	4,9%	4,8%	4,8%	3,6%	3,1%	4,2%	4,3%
Total liabilities	8.673	8.439	6.597	5.479	7.034	3.105	59,7%	58,9%	53,1%	51,0%	61,1%	37,8%	54,8%
Shareholders' equity:													
Common stock	1	2	2	1	1	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Additional paid-in capital	41	41	41	39	282	39	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	2,4%	0,5%	0,7%
Retained earnings	5.986	5.950	5.975	5.207	4.130	5.046	41,2%	41,5%	48,1%	48,4%	35,9%	61,4%	45,0%
Accum. O.C. income/(loss)	-185	-108	-199	25	67	23	-1,3%	-0,8%	-1,6%	0,2%	0,6%	0,3%	-0,5%
Total shareholders' equity	5.843	5.884	5.818	5.272	4.480	5.109	40,2%	41,1%	46,9%	49,0%	38,9%	62,2%	45,2%
Noncontrolling interest	6	7	2	2	2	6	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Total equity	5.850	5.891	5.820	5.274	4.482	5.115	40,3%	41,1%	46,9%	49,0%	38,9%	62,2%	45,2%
TOTAL LIABILITIES AND EQUITY	14.523	14.330	12.416	10.753	11.517	8.219	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros de la compañía por los períodos 2012 a 2017.

ANEXO VII – Managerial Balance Sheets 2012-2017 (en millones de dólares)

	PERÍODO FISCAL						ANÁLISIS VERTICAL							ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2017	2016	2015	2014	2013	2012	PROMEDIO	2016	2015	2014	2013
ASSETS																	
Net working capital																	
Operating Cash and cash equivalents	834	1.066	958	822	743	665											
Accounts receivable, net	791	769	719	631	561	486											
Inventories	1.357	1.379	1.306	1.091	1.111	1.242											
Prepaid expenses and other	355	350	334	603	565	435											
Accounts payable	-702	-731	-684	-534	-492	-398											
Accrued liabilities	-1.771	-1.999	-1.755	-1.514	-1.269	-1.134											
Total Net Working Capital	865	833	878	1.099	1.220	1.296	11,4%	10,0%	11,7%	17,4%	37,1%	30,2%	16,6%	-5,1%	-20,1%	-9,9%	-5,8%
Investments																	
Property, plant and equipment, gross	11.234	10.573	9.642	8.581	7.782	6.903											
Property, plant and equipment depreciation	-6.534	-6.040	-5.554	-5.062	-4.582	-4.244											
Intangible Assets, gross	13	664	599	302	295	160											
Intangible Assets amortization	442	-148	-78	-29	-21	-16											
Equity and Cost Investments	430	355	352	515	497	460											
Goodwill	1.549	1.720	1.575	856	863	399											
Total Investments	7.134	7.124	6.536	5.164	4.835	3.662	93,7%	85,9%	87,0%	82,0%	146,9%	85,3%	92,4%	9,0%	26,6%	6,8%	32,0%
Other Long Term Assets, net																	
Other long-term assets	1.171	1.303	1.597	1.102	1.152	242											
Accrued litigation charge	-	-	-	-	-2.784	-											
Insurance reserves	-212	-246	-225	-196	-179	-168											
Deferred revenue	-1.342	-1.171	-984	-795	-654	-510											
Other long-term liabilities	-711	-690	-601	-392	-358	-345											
Long-term investments	708	1.142	313	318	58	116											
Total Other Long Term Assets, net	-385	338	100	38	-2.763	-665	-5,1%	4,1%	1,3%	0,6%	-84,0%	-15,5%	-8,9%	238,9%	163,8%	-101,4%	315,4%
TOTAL ASSETS	7.613	8.295	7.514	6.301	3.291	4.292	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	10,4%	19,3%	91,4%	-23,3%
LIABILITIES AND EQUITY																	
Net Debt																	
Current portion of Long term Debt	-	400	-	-	-	-											
Long-term debt	3.936	3.202	2.348	2.048	1.299	550											
Non-operating Cash and cash equivalents	-1.882	-1.063	-572	-886	-1.832	-524											
Short-term investments	-290	-134	-81	-135	-658	-848											
Total Net Debt	1.764	2.405	1.694	1.027	-1.191	-822	23,2%	29,0%	22,5%	16,3%	-36,2%	-19,2%	13,1%	41,9%	65,0%	-186,2%	44,8%
Equity	5.850	5.891	5.820	5.274	4.482	5.115	76,8%	71,0%	77,5%	83,7%	136,2%	119,2%	86,9%	1,2%	10,4%	17,7%	-12,4%
TOTAL LIABILITIES AND EQUITY	7.613	8.295	7.514	6.301	3.291	4.292	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	10,4%	19,3%	91,4%	-23,3%

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros de la compañía por los períodos 2012 a 2017.

Anexo VIII - Análisis vertical del estado de resultados 2012-2017 (en millón-es de dólares)

	PERÍODO FISCAL						ANÁLISIS VERTICAL							
	2017 (1)	2016	2015	2014	2013	2012	2017 (1)	2016	2015	2014	2013	2012	PROMEDIO 2012/2017	
Company-operated stores	13.174	16.844	15.197	12.978	11.793	10.535	78,9%	79,0%	79,3%	78,9%	79,3%	79,2%	13.420	79,1%
Licensed stores	1.737	2.154	1.862	1.589	1.361	1.210	10,4%	10,1%	9,7%	9,7%	9,2%	9,1%	1.652	9,7%
CPG, foodservice and other	1.777	2.318	2.104	1.881	1.713	1.555	10,7%	10,9%	11,0%	11,4%	11,5%	11,7%	1.891	11,1%
Total net revenues	16.689	21.316	19.163	16.448	14.867	13.300	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	16.964	100,0%
Cost of sales including occupancy costs	6.685	8.511	7.788	6.859	6.382	5.813	40,1%	39,9%	40,6%	41,7%	42,9%	43,7%	7.006	41,3%
Store operating expenses	4.854	6.064	5.411	4.638	4.286	3.918	29,1%	28,4%	28,2%	28,2%	28,8%	29,5%	4.862	28,7%
Other operating expenses	543	545	522	457	3.216	430	3,3%	2,6%	2,7%	2,9%	2,9%	3,2%	952	5,6%
Adj. In non-recurring operating expenses	-	-	-	20	-2.784	-		0,0%						
G&A	1.008	1.361	1.197	991	938	801	6,0%	6,4%	6,2%	6,0%	6,3%	6,0%	1.049	6,2%
Total operating expenses (excl. Depreciation)	13.090	16.481	14.918	12.966	12.038	10.963	78,4%	77,3%	77,8%	78,8%	81,0%	82,4%	13.409	79,0%
Income from equity investees	270	318	250	268	251	211	1,6%	1,5%	1,3%	1,6%	1,7%	1,6%	261	1,5%
EBITDA	3.868	5.153	4.495	3.750	3.080	2.548	23,2%	24,2%	23,5%	22,8%	20,7%	19,2%	3.816	22,5%
Depreciation and amortization expenses	756	981	894	710	621	550	4,5%	4,6%	4,7%	4,3%	4,2%	4,1%	752	4,4%
EBIT	3.112	4.172	3.601	3.041	2.459	1.997	18,6%	19,6%	18,8%	18,5%	16,5%	15,0%	3.064	18,1%
Other Income & Financial expense	54	27	302	79	96	62	0,3%	0,1%	-0,1%	0,5%	0,6%	0,5%	103	0,6%
Adj. In non-recurring Other & Financial	-	-	-330	-	-	-								
EARNINGS BEFORE TAXES	3.166	4.199	3.574	3.119	2.554	2.059	19,0%	19,7%	18,6%	19,0%	17,2%	15,5%	3.112	18,3%
Income tax expense/(benefit)	1.070	1.380	1.144	1.092	-239	674	6,4%	6,5%	5,4%	6,6%	4,8%	5,1%	854	5,0%
Tax Adj. In non-recurring expenses			-112	-7	947									
INCOME TAX	1.070	1.380	1.032	1.085	708	674	6,4%	6,5%	5,4%	6,6%	4,8%	5,1%	991	5,8%
NET INCOME (including noncontrolling interests)	2.096	2.819	2.542	2.034	1.846	1.385	12,6%	13,2%	13,3%	12,4%	12,4%	10,4%	2.120	12,5%
Net earnings/(loss) attr. to noncontrolling interests	-1	1	2	-0	1	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1	0,0%
NET INCOME (attributable to Starbucks)	2.096	2.818	2.540	2.035	1.846	1.384	12,6%	13,2%	13,3%	12,4%	12,4%	10,4%	2.120	12,5%

(1) Por el período de 9 meses comprendido entre 01/10/2016 y 30/06/2017

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros de la compañía por los períodos 2012 a 2017.

Anexo IX - Análisis horizontal de los estados de resultados 2012-2017 (en millones de dólares)

	PERÍODO FISCAL						ANÁLISIS HORIZONTAL						
	2017 (1)	2016	2015	2014	2013	2012	2016	2015	2014	2013	CRECIMIENTO 2012/2016		
											\$	% (acum.)	% (anual)
Company-operated stores	13.174	16.844	15.197	12.978	11.793	10.535	10,8%	17,1%	10,0%	11,9%	6.310	59,9%	12,4%
Licensed stores	1.737	2.154	1.862	1.589	1.361	1.210	15,7%	17,2%	16,8%	12,4%	944	78,0%	15,5%
CPG, foodservice and other	1.777	2.318	2.104	1.881	1.713	1.555	10,2%	11,8%	9,8%	10,2%	763	49,1%	10,5%
Total net revenues	16.689	21.316	19.163	16.448	14.867	13.300	11,2%	16,5%	10,6%	11,8%	8.016	60,3%	12,5%
Cost of sales including occupancy costs	6.685	8.511	7.788	6.859	6.382	5.813	9,3%	13,5%	7,5%	9,8%	2.698	46,4%	10,0%
Store operating expenses	4.854	6.064	5.411	4.638	4.286	3.918	12,1%	16,7%	8,2%	9,4%	2.146	54,8%	11,5%
Other operating expenses	543	545	522	457	3.216	430	4,4%	14,2%	-85,8%	648,1%	116	26,9%	6,1%
Adj. In non-recurring operating expenses	-	-	-	20	-2.784	-							
G&A	1.008	1.361	1.197	991	938	801	13,7%	20,7%	5,7%	17,1%	559	69,8%	14,2%
Total operating expenses (excl. Depreciation)	13.090	16.481	14.918	12.966	12.038	10.963	10,5%	15,1%	7,7%	9,8%	5.519	50,3%	10,7%
Income from equity investees	270	318	250	268	251	211	27,3%	-6,9%	6,7%	19,3%	108	51,0%	10,9%
EBITDA	3.868	5.153	4.495	3.750	3.080	2.548	14,6%	19,9%	21,8%	20,9%	2.605	102,2%	19,3%
Depreciation and amortization expenses	756	981	894	710	621	550	9,7%	26,0%	14,2%	12,9%	431	78,2%	15,5%
EBIT	3.112	4.172	3.601	3.041	2.459	1.997	15,9%	18,4%	23,7%	23,1%	2.175	108,9%	20,2%
Other Income & Financial expense	54	27	302	79	96	62					-35		0,0%
Adj. In non-recurring Other & Financial	-	-	-330	-	-	-							
EARNINGS BEFORE TAXES	3.166	4.199	3.574	3.119	2.554	2.059	17,5%	14,6%	22,1%	24,0%	2.140	103,9%	19,5%
Income tax expense/(benefit)	1.070	1.380	1.144	1.092	-239	674	20,6%	4,7%	-557,5%	-135,4%	705	104,6%	19,6%
Tax Adj. In non-recurring expenses			-112	-7	947								
INCOME TAX	1.070	1.380	1.032	1.085	708	674	33,7%	-4,9%	53,3%	5,0%	705	104,6%	19,6%
NET INCOME (including noncontrolling interests)	2.096	2.819	2.542	2.034	1.846	1.385	10,9%	25,0%	10,2%	33,3%	1.434	103,6%	19,4%
Net earnings/(loss) attr. to noncontrolling interests	-1	1	2	-0	1	1	-36,8%	-575,0%	-180,0%	-44,4%	0	33,3%	7,5%
NET INCOME (attributable to Starbucks)	2.096	2.818	2.540	2.035	1.846	1.384	10,9%	24,8%	10,2%	33,4%	1.434	103,6%	19,5%

(1) Por el período de 9 meses comprendido entre 01/10/2016 y 30/06/2017

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros de la compañía por los períodos 2012 a 2017.

Anexo X - Estado de flujos de fondos 2012-2017 resumidos (en millones de dólares)

	PERÍODO FISCAL						Consolidado 2012 a 2017	Promedio 2012 a 2016
	2017 (1)	2016	2015	2014	2013	2012		
OPERATING ACTIVITIES:								
Net earnings including noncontrolling interests	2.096	2.818	2.757	2.048	8	1.384	11.111	1.803
Adjustments to reconcile net earnings to net cash provided by operating activities:								
Depreciation and amortization	796	1.030	934	748	656	581	4.745	790
Other adjustments	197	727	58	-2.189	2.244	-215	823	125
Net cash provided by operating activities	3.090	4.575	3.749	608	2.908	1.750	16.680	2.718
INVESTING ACTIVITIES:								
Additions to property, plant and equipment	-1.025	-1.440	-1.304	-1.161	-1.151	-856	-6.938	-1.182
Purchases & Sales of investments	301	-877	52	258	254	48	36	-53
Other	55	95	-269	85	-514	-166	-714	-154
Net cash used by investing activities	-670	-2.223	-1.520	-818	-1.411	-974	-7.616	-1.389
FINANCING ACTIVITIES:								
Cash dividends paid	-1.090	-1.178	-929	-783	-629	-513	-5.121	-806
Proceeds from issuance / (repurchase) of common stock	-1.083	-1.835	-1.244	-619	-341	-313	-5.434	-870
Proceeds from issuance/ (Repayments) of long-term debt	350	1.255	238	749	715	-	3.306	591
Other	-1	8	-322	30	147	80	-57	-11
Net cash used by financing activities	-1.823	-1.750	-2.257	-623	-108	-746	-7.306	-1.097
Effect of exchange rate changes on cash and cash equivalents	-10	-4	-151	-34	-2	10	-190	-36
Net (decrease)/increase in cash and cash equivalents	587	599	-178	-867	1.387	40	1.567	196
CASH AND CASH EQUIVALENTS:								
Beginning of period	2.128	1.529	1.708	2.575	1.188	1.148	1.148	
End of period	2.716	2.128	1.529	1.708	2.575	1.188	2.716	
	587	599	-178	-867	1.387	40	1.567	

(1) Por el período de 9 meses comprendido entre 01/10/2016 y 30/06/2017

Fuente: elaboración propia en base a estados financieros de la compañía por los períodos 2012 a 2017.

Anexo XI - Índices de actividad

	2016	2015	2014	2013	Promedio 2013 - 2016
a Dias promedio de rotacion de Cuentas a cobrar	12,74	12,86	13,23	12,86	12,91
b Dias promedio de rotacion de Inventarios	57,57	56,18	58,59	67,27	59,54
c Dias promedio de rotación de Cuentas a pagar	57,24	54,90	53,70	40,54	51,69
d Ciclo de efectivo	13,07	14,14	18,13	39,59	20,75
e Dias promedio de rotacion del Activo	228,99	220,66	247,10	242,27	233,66

Fuente: elaboración propia en base a Estados Financieros de la Compañía por los períodos 2013 a 2016.

Anexo XII - Índices de rentabilidad

	2016	2015	2014	2013	Promedio 2013 - 2016
a Return on Assets (ROA)	31,2%	31,1%	27,3%	24,9%	28,9%
a' Apertura ROA (Du Pont)					
Efecto Margen sobre Ventas	19,6%	18,8%	18,5%	16,5%	18,5%
Efecto Rotación de ventas sobre activos	159,4%	165,4%	147,7%	150,7%	156,2%
	31,2%	31,1%	27,3%	24,9%	28,9%
b Return on Equity (ROE)	48,1%	45,8%	41,7%	38,5%	43,8%
b' Apertura ROE					
Efecto Margen sobre Ventas	19,6%	18,8%	18,5%	16,5%	18,5%
Efecto Rotación de ventas sobre P.N.	364,0%	345,5%	337,2%	309,8%	340,6%
Efecto apalancamiento	100,6%	99,2%	102,6%	103,9%	101,3%
Efecto impositivo	67,1%	71,1%	65,2%	72,3%	68,7%
	48,1%	45,8%	41,7%	38,5%	43,8%

Fuente: elaboración propia en base a Estados Financieros de la Compañía por los períodos 2013 a 2016.

Anexo XIII - Índices de liquidez

	2016	2015	2014	2013	Promedio 2013 - 2016
a Solvencia	1,78	1,92	1,78	1,95	1,85
b Liquidez corriente	1,07	1,22	1,15	1,27	1,17
c Liquidez Acida	0,74	0,86	0,88	0,96	0,86
d Inmov. Activos	0,67	0,65	0,57	0,51	0,61
e Cobertura Intereses	51,31	51,08	47,44	87,50	54,39
e Cobertura Intereses + Deuda principal	1,72	1,70	2,23	4,26	2,05

Fuente: elaboración propia en base a Estados Financieros de la Compañía por los períodos 2013 a 2016.

Anexo XIV - Índices de apalancamiento

	2016	2015	2014	2013	Promedio 2013 - 2016
a Endeudamiento s/ Patrimonio Neto	1,28	1,09	1,28	1,06	1,18
b Endeudamiento s/ Activo Total	0,56	0,52	0,56	0,51	0,54

Fuente: elaboración propia en base a Estados Financieros de la Compañía por los períodos 2013 a 2016.

Anexo XV - Selección de los segmentos de ingresos y EBIT a analizar y proyectar (en millones de dólares)

INGRESOS POR SEGMENTO	PERÍODO FISCAL					Promedio
	2017 (1)	2015	2014	2013	2012	2017-2012
AMERICAS	11.704	13.293	11.981	11.001	9.936	72.710
CAP	2.380	2.396	1.130	917	721	10.483
EMEA	744	1.217	1.295	1.160	1.141	6.682
CHANNEL DEVELOPMENT	1.494	1.731	1.546	1.399	1.292	9.394
ALL OTHER SEGMENTS	367	526	497	390	209	2.513
	16.689	19.163	16.448	14.867	13.300	101.781
INGRESOS ANALIZAR	15.578	17.420	14.656	13.317	11.950	92.587
% CUBIERTO EN EL ANÁLISIS	93,3%	90,9%	89,1%	89,6%	89,8%	91,0%

EBIT POR SEGMENTO	PERÍODO FISCAL					Promedio
	2017 (1)	2015	2014	2013	2012	2017-2012
AMERICAS	2.759	3.223	2.809	2.365	2.020	16.919
CAP	563	501	373	321	253	2.642
EMEA	82	168	119	64	7	592
CHANNEL DEVELOPMENT	647	654	557	416	340	3.421
ALL OTHER SEGMENTS	-128	-25	-27	-35	-27	-280
SUBTOTAL SEGMENTOS	3.923	4.521	3.831	3.131	2.593	23.293
UNALLOCATED EXPENSES	-811	-920	-790	-672	-596	-4.912
TOTAL	3.112	3.601	3.041	2.459	1.997	18.382
TOTAL A ANALIZAR	3.969	4.378	3.739	3.102	2.613	22.982
% CUBIERTO EN EL ANÁLISIS	101,2%	96,8%	97,6%	99,1%	100,8%	98,7%

(1) Por el período de 9 meses comprendido entre 01/10/2016 y 30/06/2017

Fuente: elaboración propia en base a Estados Financieros de la Compañía por los períodos 2012 a 2017.

Anexo XVI - Ponderación de EE.UU. y China como mercados más relevantes para la proyección de ingresos (en cantidad de tiendas)

	Tiendas Operadas	Tiendas Licenciadas	Total Tiendas
EEUU	8.126	5.610	13.736
Americas	9.301	7.001	16.302
Ponderación EEUU / Americas	87,37%	80,13%	84,26%

	Tiendas Operadas	Tiendas Licenciadas	Total Tiendas
China	1.463	1.303	2.766
Cap	3.098	4.085	7.183
Ponderación China / CAP	47,22%	31,90%	38,51%

	Tiendas Operadas	Tiendas Licenciadas	Total Tiendas
Tiendas EEUU	8.126	5.610	13.736
Tiendas China	1.463	1.303	2.766
Total Tiendas Mundo	13.249	13.487	26.736
Ponderación EEUU / Mundo	61,33%	41,60%	51,38%
Ponderación China / Mundo	11,04%	9,66%	10,35%

Fuente: elaboración propia en base a Starbucks investor relations (2017).

Anexo XVII – Regresión lineal segmento Américas 2013-2016 (Ingresos del Segmento contra PBI per cápita y Cantidad de tiendas abiertas)

SEGMENTO AMERICAS										
	INGRESOS SEGMENTO AMÉRICAS (en millones de USD)	PBI per capita EE.UU. (en USD)	APERTURA DE TIENDAS EE.UU. (Cantidad de tiendas)							
2013	Q2	10.733	49.281	583						
	Q3	11.001	49.554	673						
	Q4	11.233	49.943	735						
	Q1	11.438	49.715	768						
2014	Q2	11.719	50.107	759						
	Q3	11.981	50.604	698						
	Q4	12.275	50.800	766						
	Q1	12.594	50.980	636						
2015	Q2	12.951	51.217	658						
	Q3	13.293	51.365	612						
	Q4	13.653	51.389	573						
	Q1	13.980	51.420	707						
2016	Q2	14.211	51.512	730						
	Q3	14.795	51.854	804						
	Q4	15.061	52.010	884						

Resumen	
<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,971090308
Coefficiente de determinación R ²	0,943016387
R ² ajustado	0,933519118
Error típico	360,5119075
Observaciones	15

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	2	25810102,43	12905051,22	99,29342809	3,42373E-08
Residuos	12	1559626,025	129968,8354		
Total	14	27369728,46			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-65.020,90	5659,598072	-11,48860746	7,84429E-08	-77352,10551	-52689,69573	-77352,10551	-52689,69573
PBI per capita	1,51	0,114549794	13,16480179	1,71155E-08	1,258442772	1,757607894	1,258442772	1,757607894
APERTURA DE TIENDAS	1,65	1,16376584	1,419665547	0,181158115	-0,883469675	4,187786213	-0,883469675	4,187786213

Fuente: elaboración propia.

Anexo XVIII – Regresión lineal segmento CAP 2013-2016 (Ingresos del Segmento contra PBI per cápita y Cantidad de tiendas abiertas)

SEGMENTO CAP			
	INGRESOS SEGMENTO CAP (en millones de USD)	PBI per capita China (en USD)	APERTURA DE TIENDAS China (cantidad de tiendas)
2013	Q2	859	6.593,04
2013	Q3	917	6.730,62
2013	Q4	970	6.837,50
2014	Q1	1.022	6.931,12
2014	Q2	1.076	7.046,79
2014	Q3	1.130	7.164,39
2014	Q4	1.359	7.291,19
2015	Q1	1.689	7.427,48
2015	Q2	2.054	7.544,07
2015	Q3	2.396	7.670,02
2015	Q4	2.554	7.775,17
2016	Q1	2.636	7.860,49
2016	Q2	2.752	7.993,80
2016	Q3	2.939	8.121,40
2016	Q4	3.056	8.243,13

Resumen

Estadísticas de la regresión	
Coficiente de correlación múltiple	0,984763646
Coficiente de determinación R ²	0,969759439
R ² ajustado	0,964719346
Error típico	155,5204389
Observaciones	15

ANÁLISIS DE VARIANZA

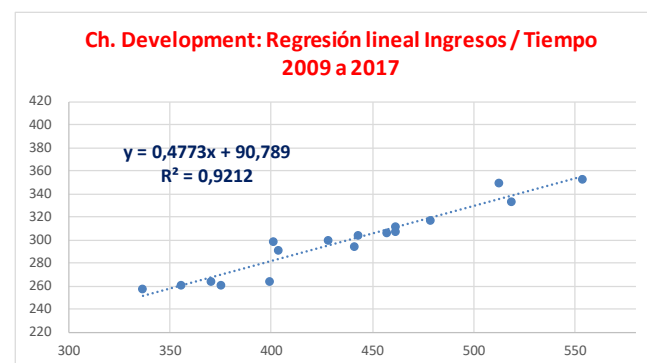
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	2	9307442,641	4653721,32	192,4090194	7,64784E-10
Residuos	12	290239,283	24186,60692		
Total	14	9597681,924			

	Coficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-13.244,99	1634,357109	-8,104095046	3,29297E-06	-16805,94359	-9684,027112	-16805,94359	-9684,027112
PBI per Cápita	2,39	0,366067865	6,541173823	2,7648E-05	1,596920174	3,192106894	1,596920174	3,192106894
APERTURA DE TIENDAS ANUAL	-3,41	1,431663437	-2,38460059	0,034472739	-6,533272142	-0,294618812	-6,533272142	-0,294618812

Fuente: elaboración propia.

Anexo XIX – Proyección Ingresos segmento *Channel Development* 2017-2026 en función a regresión lineal 2009-2017 (en millones de dólares)

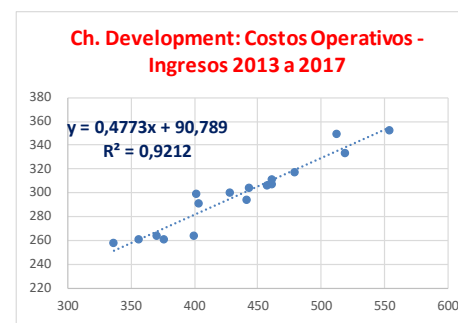
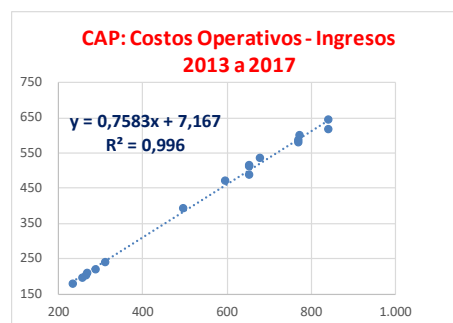
AÑO (CALENDARIO)	TRIMESTRE (CALENDARIO)	N°	INGRESOS	% DE CRECIMIENTO	AÑO CALENDARIO	TRIMESTRE	N°	INGRESO (proyectado)
2009	Q4	1	174		2017	Q1	30	461
	Q1	2	158	-9,64%		Q2	31	479
2010	Q2	3	174	10,67%		Q3	32	544
	Q3	4	201	15,49%		Q4	33	555
	Q4	5	195	-3,03%	2018	Q1	34	567
	Q1	6	205	4,87%		Q2	35	579
2011	Q2	7	218	6,69%		Q3	36	591
	Q3	8	242	10,90%		Q4	37	603
	Q4	9	336	38,65%	2019	Q1	38	615
	Q1	10	322	-4,26%		Q2	39	626
2012	Q2	11	316	-1,59%		Q3	40	638
	Q3	12	319	0,66%		Q4	41	650
	Q4	13	380	19,25%	2020	Q1	42	662
	Q1	14	344	-9,56%		Q2	43	674
2013	Q2	15	336	-2,07%		Q3	44	686
	Q3	16	356	5,68%		Q4	45	697
	Q4	17	401	12,80%	2021	Q1	46	709
	Q1	18	370	-7,63%		Q2	47	721
2014	Q2	19	375	1,32%		Q3	48	733
	Q3	20	399	6,34%		Q4	49	745
	Q4	21	443	10,90%	2022	Q1	50	757
	Q1	22	428	-3,30%		Q2	51	768
2015	Q2	23	404	-5,70%		Q3	52	780
	Q3	24	457	13,16%		Q4	53	792
	Q4	25	512	12,13%	2023	Q1	54	804
	Q1	26	461	-9,94%		Q2	55	816
2016	Q2	27	441	-4,42%		Q3	56	828
	Q3	28	519	17,63%		Q4	57	839
	Q4	29	554	6,79%	2024	Q1	58	851
2017	Q1	30	461	-16,69%		Q2	59	863
	Q2	31	479	3,77%		Q3	60	875
				4,00%		Q4	61	887
					2025	Q1	62	899
						Q2	63	910
						Q3	64	922
						Q4	65	934
					2026	Q1	66	946
						Q2	67	958
						Q3	68	970
						Q4	69	982



Fuente: elaboración propia.

Anexo XX – Regresión lineal Ingresos/Costos operativos 2013-2017 para los segmentos Américas, CAP y Channel Development (en millones de dólares)

AÑO CALENDARIO	TRIMESTRE CALENDARIO	AMERICAS				CAP				CHANNEL DEV.			
		INGRESOS	TOTAL COSTOS OPERATIVOS	DD&A	TOTAL COSTOS OPERATIVOS (excl. DD&A)	INGRESOS	TOTAL COSTOS OPERATIVOS	DD&A	TOTAL COSTOS OPERATIVOS (excl. DD&A)	INGRESOS	TOTAL COSTOS OPERATIVOS	DD&A	TOTAL COSTOS OPERATIVOS (excl. DD&A)
2013	Q2	2.777	2.157	105	2.052	234	189	9	181	336	258	0,20	258
	Q3	2.780	2.174	113	2.061	256	206	9	197	356	261	0,20	261
	Q4	3.073	2.341	112	2.229	267	219	10	209	401	299	0,40	299
2014	Q1	2.809	2.203	115	2.088	265	216	12	204	370	265	0,40	264
	Q2	3.058	2.329	120	2.210	288	233	11	222	375	262	0,40	261
	Q3	3.041	2.298	123	2.175	310	253	13	241	399	264	0,60	264
	Q4	3.367	2.549	127	2.422	496	420	28	392	443	305	0,60	304
2015	Q1	3.128	2.418	293	2.126	595	508	37	471	428	300	0,60	300
	Q2	3.415	2.559	131	2.429	653	530	41	489	404	292	0,70	291
	Q3	3.384	2.543	136	2.407	652	556	44	512	457	307	0,70	306
	Q4	3.726	2.792	141	2.651	654	558	42	516	512	351	0,70	350
2016	Q1	3.456	2.644	152	2.492	678	581	44	537	461	312	0,70	311
	Q2	3.646	2.747	149	2.598	768	626	46	580	441	295	0,70	295
	Q3	3.968	2.871	149	2.723	839	693	49	644	519	334	0,70	334
	Q4	3.991	3.033	152	2.881	771	650	49	601	554	353	0,60	352
2017	Q1	3.720	2.894	155	2.739	769	637	49	588	461	308	0,60	307
	Q2	3.992	3.017	153	2.864	841	669	51	618	479	318	0,50	317
TOTALES		57.329	43.570	2.425	41.145	9.334	7.745	544	7.200	7.395	5.082	9	5.073
% sobre Ingresos		-	-	4,23%	71,77%	-	-	5,83%	77,14%	-	-	0,13%	68,60%



Fuente: elaboración propia.

Anexo XXI- Proyección de EBIT 2017-2026 para los segmentos Américas, CAP y Channel Development (en millones de dólares, salvo indicación en contrario)

AMERICAS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Coefficiente 1 Regresión Lineal	0,6647	0,6647	0,6647	0,6647	0,6647	0,6647	0,6647	0,6647	0,6647	0,6647
Ordenada al origen	178,70	178,70	178,70	178,70	178,70	178,70	178,70	178,70	178,70	178,70
R2	0,9670	0,9670	0,9670	0,9670	0,9670	0,9670	0,9670	0,9670	0,9670	0,9670
Proyección Ingresos	16.021	17.363	18.774	20.261	21.824	23.317	24.827	26.353	27.892	29.441
Proyección Costos Operativos (excl. DD&A)	-10.828	-11.720	-12.658	-13.646	-14.685	-15.678	-16.681	-17.696	-18.719	-19.748
Proyección DD&A (4,23% de los ingresos)	-678	-734	-794	-857	-923	-986	-1.050	-1.115	-1.180	-1.245
PROYECCION COSTOS AMERICAS	-11.505	-12.454	-13.452	-14.503	-15.608	-16.664	-17.731	-18.810	-19.898	-20.993
CAP	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Coefficiente 1 Regresión Lineal	0,7583	0,7583	0,7583	0,7583	0,7583	0,7583	0,7583	0,7583	0,7583	0,7583
Ordenada al origen	7,17	7,17	7,17	7,17	7,17	7,17	7,17	7,17	7,17	7,17
R2	0,9940	0,9940	0,9940	0,9940	0,9940	0,9940	0,9940	0,9940	0,9940	0,9940
Proyección Ingresos	3.690	4.524	5.453	6.483	7.620	8.692	9.719	10.714	11.691	12.663
Proyección Costos Operativos (excl. DD&A)	-2.806	-3.438	-4.142	-4.923	-5.785	-6.599	-7.377	-8.131	-8.872	-9.610
Proyección DD&A (5,83% de los ingresos)	-215	-264	-318	-378	-444	-507	-567	-625	-682	-738
PROYECCION COSTOS CAP	-3.021	-3.702	-4.460	-5.301	-6.230	-7.105	-7.943	-8.756	-9.554	-10.348
CHANNEL DEVELOPMENT	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Coefficiente 1 Regresión Lineal	0,4773	0,4773	0,4773	0,4773	0,4773	0,4773	0,4773	0,4773	0,4773	0,4773
Ordenada al origen	90,79	90,79	90,79	90,79	90,79	90,79	90,79	90,79	90,79	90,79
R2	0,9212	0,9212	0,9212	0,9212	0,9212	0,9212	0,9212	0,9212	0,9212	0,9212
Proyección Ingresos	2.039	2.340	2.529	2.719	2.908	3.097	3.287	3.476	3.666	3.855
Proyección Costos Operativos (excl. DD&A)	-1.064	-1.208	-1.298	-1.388	-1.479	-1.569	-1.660	-1.750	-1.840	-1.931
Proyección DD&A (0,13% de los ingresos)	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-5	-5
PROYECCION COSTOS CHANNEL DEVELOPMENT	-1.067	-1.211	-1.301	-1.392	-1.482	-1.573	-1.664	-1.754	-1.845	-1.936

Fuente: elaboración propia.

Anexo XXII – Estimación de la prima de riesgo adicional por mercados emergentes

a. ke calculado sin prima de riesgo adicional por mercados emergentes

$$k_e = r_f + \text{Beta} \times (r_m - r_f)$$

7,35% = 2,84% + 0,79 × 5,69%

b. ke calculado con prima de riesgo adicional por mercados emergentes

$$k_e = r_f + \text{Beta} \times (r_m - r_f) + \text{Prima adicional de riesgo}$$

7,98% = 2,84% + 0,79 × 5,69% + 0,6272%

Fuente: elaboración propia.

País	Cantidad de tiendas Operadas	Cantidad de tiendas Licenciadas	Cantidad de tiendas totales	Ponderación	Prima País	Prima Ponderada
EE.UU.	8126	5610	13.736	51,4%	0,00%	0,0000%
Canada	1071	368	1.439	5,4%	0,00%	0,0000%
Mexico	0	613	613	2,3%	1,71%	0,0391%
Brasil	104	0	104	0,4%	4,27%	0,0166%
Argentina	0	115	115	0,4%	9,25%	0,0398%
China	1463	1303	2.766	10,3%	0,86%	0,0889%
Japón	1204	84	1.288	4,8%	1,00%	0,0482%
Corea del Sur	0	1067	1.067	4,0%	0,71%	0,0281%
Taiwan	0	414	414	1,5%	0,86%	0,0133%
Filipinas	0	311	311	1,2%	2,71%	0,0315%
Indonesia	0	303	303	1,1%	3,13%	0,0355%
Malasia	0	241	241	0,9%	1,71%	0,0154%
Tailandia	298	0	298	1,1%	2,27%	0,0253%
Singapur	133	0	133	0,5%	0,00%	0,0000%
Reino Unido	349	580	929	3,5%	0,56%	0,0196%
Francia	73	69	142	0,5%	0,71%	0,0037%
Alemania	0	157	157	0,6%	0,00%	0,0000%
Rusia	0	112	112	0,4%	3,55%	0,0149%
España	0	108	108	0,4%	2,71%	0,0109%
Kuwait	0	115	115	0,4%	0,71%	0,0030%
Arabia Saudita	0	115	115	0,4%	1,00%	0,0043%
Turquia	0	364	364	1,4%	3,55%	0,0484%
Emiratos Arabes Unidos	0	158	158	0,6%	0,71%	0,0042%
Suiza	57	4	61	0,2%	0,00%	0,0000%
Austria	17	1	18	0,1%	0,56%	0,0004%
Holanda	10	55	65	0,2%	0,00%	0,0000%
Otros Segmentos (USA)	344	37	381	1,4%	0,00%	0,0000%
Otros Americas	0	295	295	1,1%	4,52% (1)	0,0499%
Otros CAP	0	362	362	1,4%	1,43% (2)	0,0194%
Otros EMEA	0	526	526	2,0%	3,40% (3)	0,0669%
TOTALES	13.249	13.487	26.736	100%		0,6272%

(1) Corresponde a la prima de la región Centro y Sud america (ponderado cada país por Producto Bruto Interno).

(2) Corresponde a la prima de la region Asia (ponderado cada país por Producto Bruto Interno).

(3) Corresponde a la prima de la region Europa Oriental (ponderado cada país por Producto Bruto Interno).

Fuente: elaboración propia en base a Starbucks investor relations (2017).

Anexo XXIII – Cálculo de los múltiplos correspondientes a Starbucks Corporation (en millones de dólares, salvo indicación en contrario)

a. STARBUCKS CORPORATION SBUX

1. PRICE TO EARNINGS RATIO

	Ref.	Forward Earnings	30/06/2017
Resultado neto 12 meses	A		2.897
Cantidad de Acciones (millones)	B		1.445,70
Precio al cierre del ejercicio fiscal (USD)	C	58,31	58,31
Ganancia por acción	D = A/B	2,50	2,00
Precio / Ganancia por acción	E = C / D	23,29	29,09

2. ENTERPRISE VALUE TO EBITDA RATIO

	Ref.	30/06/2017
EBIT 12 meses	F	4.340
Depreciaciones y amortizaciones	G	1.006
EBITDA 12 meses	H = F + G	5.346
Capitaliz. De mercado (millones de USD)	I	84.299
Valor de Mercado de la Deuda	J	4.053
Valor de la Firma	K = I + J	88.352
Valor de la Firma / EBITDA	L = K / H	16,53

c. MC DONALDS CORP. MCD

1. PRICE TO EARNINGS RATIO

	Ref.	Forward Earnings	30/06/2017
Resultado neto 12 meses	A		5.079
Cantidad de Acciones (millones)	B		815,07
Precio al cierre del ejercicio fiscal (USD)	C	153,16	153,16
Ganancia por acción	D = A/B	6,73	6,23
Precio / Ganancia por acción	E = C / D	22,75	24,58

2. ENTERPRISE VALUE TO EBITDA RATIO

	Ref.	30/06/2017
EBIT 12 meses	F	8.435
Depreciaciones y amortizaciones	G	1.414
EBITDA 12 meses	H = F + G	9.850
Capitaliz. De mercado (millones de USD)	I	124.836
Valor de Mercado de la Deuda	J	30.300
Valor de la Firma	K = I + J	155.136
Valor de la Firma / EBITDA	L = K / H	15,75

b. DUNKIN' BRANDS GOODS DNKN

1. PRICE TO EARNINGS RATIO

	Ref.	Forward Earnings	30/06/2017
Resultado neto 12 meses	A		212
Cantidad de Acciones (millones)	B		90,51
Precio al cierre del ejercicio fiscal (USD)	C	55,12	55,12
Ganancia por acción	D = A/B	2,77	2,34
Precio / Ganancia por acción	E = C / D	19,89	23,53

2. ENTERPRISE VALUE TO EBITDA RATIO

	Ref.	30/06/2017
EBIT 12 meses	F	428
Depreciaciones y amortizaciones	G	42
EBITDA 12 meses	H = F + G	470
Capitaliz. De mercado (millones de USD)	I	4.989
Valor de Mercado de la Deuda	J	2.460
Valor de la Firma	K = I + J	7.449
Valor de la Firma / EBITDA	L = K / H	15,86

d. YUM BRANDS YUM

1. PRICE TO EARNINGS RATIO

	Ref.	Forward Earnings	30/06/2017
Resultado neto 12 meses	A		1.474,00
Cantidad de Acciones (millones)	B		345,00
Precio al cierre del ejercicio fiscal (USD)	C	73,46	73,46
Ganancia por acción	D = A/B	3,08	4,27
Precio / Ganancia por acción	E = C / D	23,85	17,19

2. ENTERPRISE VALUE TO EBITDA RATIO

	Ref.	30/06/2017
EBIT 12 meses	F	2.263
Depreciaciones y amortizaciones	G	310
EBITDA 12 meses	H = F + G	2.573
Capitaliz. De mercado (millones de USD)	I	25.344
Valor de Mercado de la Deuda	J	9.474
Valor de la Firma	K = I + J	34.818
Valor de la Firma / EBITDA	L = K / H	13,53

Ratio Precio / Ganancia por acción promedio sector (Earnings Historicas)	23,60
Ratio Precio / Ganancia por acción promedio sector (Forward Earnings)	22,45
Ratio Valor de la Firma / EBITDA promedio del sector	15,42

Fuente: elaboración propia en base a Yahoo Finance (2017).