

VareseNews

Se vuoi fare la spesa devi essere membro. Costco l'ipermercato che ha puntato sulla membership

Pubblicato: Lunedì 7 Febbraio 2022



L'autore di questo articolo è Matteo Cavuoto del Liuc-Finance & Investment Club dell'Università Liuc di Castellanza.

Costco Wholesale Corporation è una grande catena americana di ipermercati all'ingrosso nata nel 1983 a Seattle, nello stato di Washington. Può contare su più di **815 punti di vendita** in tutto il mondo aperti tutta la settimana con dimensioni medie di **13500 mq** e si rivolge sia ad imprese che a famiglie. **L'azienda offre articoli di vario genere:** alimenti, apparecchi elettronici, salute e bellezza, hardware, cibi freschi, abbigliamento, stazioni di rifornimento, medicine, elettrodomestici, ferramenta, servizi postali, biglietti e molto altro ancora.

MODELLO DI BUSINESS

La maggior parte delle entrate derivano dalla **vendita al dettaglio della merce** che viene venduta ai clienti, mentre una piccola parte deriva dagli **abbonamenti annuali** che permettono ai clienti di poter comprare all'interno del magazzino. **I clienti possono rifornirsi facendo la spesa su grandi quantità?, ottenendo risparmi rilevanti.** Infatti, Costco si è posta come limite massimo di markup di vendita **il 14% del loro costo di acquisto.** L'azienda riesce a mantenere **i prezzi così bassi grazie alle**

efficienze operative raggiunte dagli acquisti su grandi volumi, una distribuzione efficiente e una gestione ridotta di merce in magazzino dovuta ad un rapido turnover delle scorte. Questo consente a Costco di operare in modo redditizio **con margini lordi significativamente inferiori** (vendite nette – costi della merce) rispetto alla maggior parte degli altri rivenditori.

LA MEMBERSHIP

Un altro punto di forza dell'azienda e' che generalmente **riesce a vendere l'inventario prima che gli venga richiesto di pagarlo**, questo le permette di **finanziarsi col circolante**. La vera chicca del **business model di Costco e' la Membership Fee che i propri clienti pagano annualmente**. In effetti, per fare compere all'interno del magazzino **bisogna per forza esserne un membro**, per cui con cadenza annuale si paga una quota di \$60 per ottenere la **carta fedelta' Gold Star**. Negli anni, i **membri sono aumentati a dismisura**, sino ad arrivare nel 2021 a **61,7 milioni**. Con una quota aggiuntiva di ulteriori **\$60 si diventa membri Executive**, col quale si possono ottenere diversi **vantaggi**, come un premio del 2% per l'acquisto di determinati prodotti, accesso a risparmi e vantaggi su assicurazione auto e casa ecc. I clienti di Costco sono molto fidelizzati ad essa, lo dimostrano il grande numero di membri e soprattutto il tasso di rinnovo del 91% negli USA e Canada, mentre dell'89% in tutto il mondo alla fine del 2021.

Le **Membership Fees** nel 2021 ammontano a **\$3,877 miliardi** (+9% sul 2020). Considerato che queste entrate non comportano alcun costo per Costco, possiamo notare come queste rappresentino addirittura il **77,43% dell'utile d'esercizio**. Basti pensare che **nel 2018 queste fees superavano il 100% dell'utile**, per cui molto probabilmente senza queste sarebbe stata in perdita.

C'e' da dire che negli ultimi tre anni, nonostante le **Membership Fees siano cresciute del 7,97% CAGR**, la loro percentuale sull'utile netto e' diminuita, questo perche' Costco e' riuscita ad aumentare le vendite nei magazzini che hanno portato ad una crescita dell'utile d'esercizio del 16,92% CAGR. Possiamo quindi affermare che le Membership Fees ricoprono un ruolo chiave sulla profittabilita' del business aziendale. Il brand di Costco e' stato premiato al 79° posto al mondo nella classifica dei Most Valuable Brands 2020 da Forbes.

FONDAMENTALI

Per quanto riguarda l'analisi fondamentale, ci soffermiamo particolarmente sugli **indicatori di rischio finanziario**, di redditivita' e liquidita'. La dimensione dei ricavi e' una voce importante poiche' piu' questa risulta essere grande e piu' l'azienda sara' in grado di resistere a possibili shock di mercato. I ricavi di Costco negli ultimi 5 anni sono aumentati costantemente, in particolare del **11,01% CAGR**. I ricavi LTM (latest twelve months) ammontano a 203.1 miliardi, dimensioni notevolmente maggiori rispetto alle comparables; infatti, risulta essere seconda solo a Walmart.

Per quanto concerne l'**EBITDA margin**, invece, risulta essere poco cospicuo. Tanto piu' alto sara' l'**EBITDA margin**, maggiore e piu' forte sara' il posizionamento della societa'. Nel caso di Costco, questa voce ammonta a **4,6%**, **il piu' basso rispetto alle comparables**, ma riconducibile al fatto che l'azienda esercita un markup risicato poiche' grossista.

Costco ha un eccellente **Interest Coverage Ratio: 44,5x**. Questa voce e' il rapporto dell'EBIT sulle Interest Expense: tanto piu' alto sara' questo rapporto, maggiore sara' la capacita' di coprire gli oneri finanziari con il proprio reddito operativo. Sul fronte delle **Liabilities**, che ammontano a ben **41,190 miliardi**, l'azienda puo' fare affidamento su oltre 13 miliardi di cassa e 27 miliardi in immobili di proprieta'.

GLI INDICI DI REDDITIVITÀ

Ci siamo soffermati su **ROI, ROA e ROE**. Il **ROI** si calcola come il rapporto tra reddito operativo e capitale investito ed indica la capacita? di ottenere dei **ritorni dai propri investimenti**. Negli ultimi 5 anni la **media e? stata del 10,76%**. Il **Return on Assets (ROA)**, ovvero la quantita? di utile che genera l'azienda per ogni dollaro di assets, risulta essere sopra la media delle sue comparables attestandosi **sull'8,45%**. Mentre il **ROE ammonta al 27,7%**, per cui per ogni \$100 di capitale investito dai soci, Costco ottiene un rendimento per i propri azionisti di \$27,7. Confrontando il ROE di Costco con la media del settore, possiamo desumere come il management finanzia il capitale per fare crescere l'attivit?.

Il ROE, infatti, e? molto alto a causa di una Financial Leverage (Total Assets/Equity) aggressiva: 3,3x. Questo e? desumibile dalla Leverage poiche? possiamo scomporre il ROE come il prodotto tra questa e il **ROA (8,45%)**. Nonostante Costco faccia molto uso della leva finanziaria, e? un rapporto che rimane nella media di settore. Soffermandoci sugli indici di liquidita?, possiamo vedere se l'azienda riuscirebbe a ripagare le proprie passivita? correnti con le attivita? correnti attraverso il **Current ratio**. Nel caso di Costco **questo rapporto e? pari a 1: sufficiente per dimostrarsi solvente entro la fine dell'anno**.

Mentre il **Quick ratio** a differenza del Current ratio, esclude l'inventario e i risconti attivi al numeratore. **Questo rapporto e? pari a 0,5**, per cui l'azienda potrebbe non essere in grado di estinguere le sue passivita? a breve termine attraverso le proprie Quick assets. **Il Quick ratio si dimostra piu? preciso del Current ratio** poiche? mette in evidenza solo le attivita? correnti che possono essere trasformate entro un anno in cash. Infatti, generalmente, l'inventario richiede tempo per essere venduto e i risconti attivi, sebbene siano un'attivit?, non possono essere utilizzate per pagare le passivita? correnti. Un ultimo indicatore da tenere in considerazione, molto importante per il business di un ipermercato, e? **l'Inventory Turnover**. Questo ratio indica il numero di volte in cui l'inventario di un'azienda viene venduto e sostituito in anno. E? una misura dell'efficienza del capitale circolante e si calcola come il rapporto tra il costo dei beni venduti e la media dell'inventario lungo tutto il periodo. In questo caso il ratio LTM e? pari a 11.1x, al di sopra della media delle comparables (8,80x).

AZIONE



Le comparables utilizzate ai fini dell'analisi sono: NYSE:ACI, NYSE:WMT, NYSE:TGT, NASDAQ:

FIVE. NYSE:BIG, NASDAQ:PSMT, NASDAQGS:CASY, NASDAQGS:DLTR, NYSE:SYU,
NYSE:D

Ai prezzi di chiusura del 31 dicembre 2021, **un'azione di Costco valeva \$567,70** con una capitalizzazione di mercato di **\$251,74 miliardi**. Come si evince dal grafico soprariportato (linea blu), negli ultimi 5 anni il **prezzo delle azioni di Costco e' aumentato del +237,80%**, un risultato incredibile per i suoi azionisti, avendo battuto diverse sue comparable. Abbiamo svolto una approssimata analisi sul prezzo delle sue azioni col metodo dei multipli di mercato per capire se questa crescita abbia portato Costco ad essere sopravvalutata rispetto al suo valore reale.

Attualmente Costco ha un P/E pari a 47,2x, il che la rende sopravvalutata rispetto alla media di settore (30,95x) e sottovalutata solo rispetto a **Walmart** (49,8x) e Sysco (60,0x).

Anche col multiplo **EV/EBITDA** Costco risulta sopravvalutata, avendo questo rapporto pari a 25,6x contro una media di settore di 14,73x. Se facessimo fede solo a questo multiplo per calcolare il suo fair value, questo risulterebbe inferiore di circa il 44% rispetto al suo prezzo di mercato al 31 dicembre 2021. Infatti, **moltiplicando l'EBITDA degli ultimi 12 mesi** per il multiplo medio di settore (14,73x), otteniamo l'Enterprise Value. Se a questo sottraiamo la posizione finanziaria netta (in questo caso negativa, ovvero le disponibilita' liquide superano i debiti finanziari) abbiamo **l'Equity Value**, la capitalizzazione di mercato. Dividendo questo valore per il numero delle azioni, otteniamo il prezzo di ogni azione e questo risulta essere pari a \$318,99, molto piu' basso da quello di mercato.

Le stime degli analisti prevedono una crescita dell'EBITDA in media del 9-14% annuo, in linea con la crescita degli ultimi 4 anni che e' stata del 13,69% CAGR. Il prezzo cosi' alto di Costco potrebbe essere giustificato dalla **potenziale crescita che potrebbe avere dall'e-commerce** sul quale sta investendo molto e dalla potenziale espansione commerciale in **Cina** dove per ora ha solo 1 punto vendita. Molto probabilmente il mercato sta gia' prezzando questi eventi, il cui esito non e' certo.

L'azione COST, inoltre, ha un **beta** (5 anni) pari a 0,63. **Il Beta e' un coefficiente che misura la variazione attesa del rendimento del titolo** per ogni variazione di un punto percentuale del rendimento di mercato, per cui possiamo affermare che **Costco sia un titolo poco volatile rispetto al mercato**.

di [Matteo Cavuoto](#)