



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

Valuación de Target Corp.

Autor: Lucas Gandolfo

DNI: 34206063

Director del Trabajo Final de Graduación: Diego Fernández Molero

Buenos Aires, 28 de noviembre de 2018

Contenido

| | |
|---|----|
| Resumen ejecutivo | 4 |
| Target..... | 5 |
| Breve reseña histórica | 5 |
| Negocio | 9 |
| Análisis financiero | 11 |
| Rentabilidad del negocio..... | 12 |
| Rentabilidad de la inversión..... | 12 |
| Endeudamiento | 13 |
| Comparación con principales competidores..... | 14 |
| Ventas comparables | 16 |
| Conclusión | 16 |
| Fortalezas..... | 17 |
| Red operacional..... | 17 |
| Índice de rotación de inventarios | 17 |
| Crecimiento de ventas | 17 |
| Debilidades | 17 |
| Liquidez | 17 |
| Oportunidades..... | 17 |
| Crecimiento del comercio electrónico..... | 17 |
| Expansión del mercado minorista en Estados Unidos..... | 18 |
| Amenazas..... | 18 |
| Crecimiento del costo de la mano de obra en EEUU | 18 |
| Amazon..... | 18 |
| Industria | 18 |
| Canales..... | 19 |
| “Drivers” | 21 |
| Principales competidores y participación en el mercado..... | 21 |
| Breve reseña | 23 |
| Marco Teórico..... | 25 |
| Modelo de Flujo de Fondos Descontado (DCF) | 25 |
| Costo promedio ponderado del capital | 26 |

| | |
|--|----|
| Estimando el costo del capital propio | 27 |
| CAPM..... | 28 |
| Estimando la tasa libre de riesgos | 29 |
| Estimando Beta | 29 |
| Estimando el valor continuo | 30 |
| Alternativas al descuento de flujos de fondos: | 30 |
| Múltiplos | 30 |
| Proyecciones..... | 31 |
| Ventas | 31 |
| Inversiones en bienes de capital - “Capex” | 32 |
| Depreciaciones y amortizaciones | 32 |
| Costo de ventas, SG&E..... | 32 |
| Provisión para impuestos a las ganancias | 32 |
| Recompra de acciones | 33 |
| Dividendos | 33 |
| Inventario y Cuentas a Pagar | 33 |
| Leasings Operativos | 33 |
| Cálculo de los Flujos de Fondos..... | 33 |
| Determinación de la tasa de descuento | 34 |
| Deuda..... | 35 |
| Capital Propio..... | 35 |
| Costo de la Deuda K_d | 35 |
| Costo de Capital Propio K_e | 35 |
| WACC | 36 |
| Valor de la Firma | 36 |
| Proyecciones | 37 |
| Análisis de sensibilidad | 39 |
| Escenario optimista..... | 39 |
| Escenario pesimista | 39 |
| Resumen de resultados | 39 |
| Método de valuación por múltiplos | 40 |
| Compañías comparables..... | 40 |

| | |
|--|----|
| Valuación por múltiplo EV/EBITA | 41 |
| Valuación por múltiplo P/E | 41 |
| Conclusión..... | 42 |
| Anexo 1 – Estado de Situación Patrimonial proyectado – Escenario base | 43 |
| Anexo 2 - Estado de Resultados proyectado – Escenario base..... | 44 |
| Anexo 3 – Proyecciones - Escenario optimista..... | 45 |
| Anexo 4 – Estado de Situación Patrimonial proyectado – Escenario optimista | 47 |
| Anexo 5 - Estado de Resultados proyectado – Escenario optimista | 48 |
| Anexo 6 – Proyecciones - Escenario pesimista..... | 49 |
| Anexo 7 – Estado de Situación Patrimonial proyectado – Escenario pesimista | 51 |
| Anexo 8 - Estado de Resultados proyectado – Escenario pesimista..... | 52 |
| Bibliografía..... | 54 |



Universidad de
San Andrés

Resumen ejecutivo

El objetivo principal de este trabajo es obtener el valor de la firma Target a través de los siguientes métodos de valuación: Flujo de Fondos Descontados y Múltiplos. Para el primer caso, se procedió a proyectar los estados contables de la compañía por un periodo de 10 años en base a determinados supuestos de crecimiento de las ventas, costos, gastos de administración y comercialización, inversiones en capital, entre otros. Asimismo, se estimó la tasa de descuento (costo promedio ponderado del capital) utilizada para descontar el flujo de fondos libres proyectado y el valor terminal. Por último, se modelaron dos escenarios adicionales, uno pesimista y otro optimista, con el objetivo de analizar la sensibilidad del valor de la acción de la compañía ante un cambio en los supuestos de valuación.

Por otro lado, se utilizaron los múltiplos de valor de la firma sobre EBITDA (ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, por sus siglas en inglés) y P/E o precio de la acción sobre ganancia por acción.

Target es una cadena de supermercados ubicada en Estados Unidos, con aproximadamente 1822 tiendas, dedicada a la venta al por menor de artículos de uso diario, comida, moda y mercadería diferenciada a precios de descuento a través de sus tiendas y canales digitales.

Target

Breve reseña histórica

En 1902 George D. Dayton, banquero e inversor, en busca de oportunidades de inversión ve en Minneapolis, Minnesota (EEUU) grandes posibilidades de crecimiento por lo que decide convertirse en socio de “Goodfellow's Dry Goods Company”, una de las tiendas departamentales más grandes de la región. Al siguiente año adquiere la participación total y se convierte en el presidente de “Dayton Dry Goods Company”, nombre que luego de una década de rápido crecimiento cambió a “The Dayton Company”, donde comenzó a ofrecer una más amplia gama de bienes y servicios.

En forma paralela participó en la fundación de la “Associated Merchandising Corporation”, una cooperativa que reunía a los minoristas de mercadería líderes de la región. Al mismo tiempo, George D. Dayton creó “The Dayton Foundation”, una fundación dedicada a la ayuda al prójimo. Esta obra, junto con la decisión en 1946 de donar anualmente el 5% del beneficio antes de impuesto, reflejan los ideales del fundador de la compañía, valores que hoy en día la empresa continúa pregonando.

En 1938 George D. Dayton deja de existir, pasando el liderazgo de la compañía a su hijo George N. Dayton. Éste se hace cargo de la presidencia por pocos años ya que en 1950, y como consecuencia de su muerte, Donald C. Dayton, nieto del fundador, se convierte en el nuevo presidente de la empresa. Posteriormente, todos los nietos del fundador comienzan a formar parte del órgano de administración de “The Dayton Company”.

A partir de 1953 comienza una etapa de expansión no solo geográfica sino también hacia nuevos rubros, inaugurando una tienda dedicada a la venta de muebles para oficinas comerciales. En 1954 abren el primer establecimiento a las afueras de Minneapolis, en Rochester, Minnesota. Luego de dos años comienza a expandirse hacia los suburbios inaugurando “Southdale Mall”, incorporando un concepto innovador en la época, juntar los competidores más grandes bajo el mismo techo. Éste fue el primer centro comercial completamente cerrado de EEUU, y tuvo tanto éxito que en los siguientes 20 años abrieron tres más, todos situados entre Minneapolis y St. Paul.

En 1960 toman una decisión arriesgada transformando la organización del negocio, que hasta el momento era una cadena familiar de tiendas departamentales, en la cadena de tiendas de descuento más grande del país. De ésta manera buscaban satisfacer aquellos clientes que demandaban una experiencia de mayor calidad. En 1962 cambia su nombre a “Target” y presentan el nuevo logo junto con la apertura en Roseville, Minnesota del nuevo concepto de tienda combinando moda, calidad y servicio a precios bajos. Ese mismo año abren nuevas ubicaciones en St. Louis Park, Crystal and Duluth, Minnesota.

El 18 de Octubre de 1967 realiza su primer Oferta Pública de Acciones. En esta etapa la compañía se dividía en 5 divisiones autónomas: “Dayton`s Deparment Store”, “Target Stores”, “B. Dalton Bookseller”, “Dayton Jewelers” y “Dayton Development Company”. Al año siguiente se pone en funcionamiento el primer Centro de Distribución en Fridley, Minnesota. Asimismo, se fusiona con “J.L. Hudson Company” de Detroit para formar “Dayton-Hudson Corporation”.

Hacia 1975 Target Stores se convierte en el principal generador de ingresos de la compañía. Dos años más tarde alcanzan el Billón de dólares en ventas anuales entre sus 74 sucursales en 11 estados de los Estados Unidos y continuaba su expansión hacia los restantes.

Target fue la primera cadena en adoptar e implementar en todas sus sucursales el código de barras para cada producto, mejorando la administración de inventarios, aumentando la automatización y acortando el tiempo de espera en las cajas, haciendo de Target una mejor y más eficiente experiencia de compra.

En el inicio de la década del `90 comienza a posicionarse en el Medio Oeste de los EEUU adquiriendo una cadena en Chicago, “Marshall Field's”. Asimismo, inauguran “Target Greatland”, un 30% más grande que los Target normales e incluye servicio de comida rápida, farmacia, revelado de fotos y estaciones electrónicas de información con escáner de precios, todo en un espacio más cómodo con pasillos más amplios, líneas de caja más rápidas e incluso cajeros automáticos, algo novedoso hasta el momento. Tres años más tarde realiza la apertura simultánea de 11 locales en el mismo día en Chicago.

Continuando con el compromiso de dar un servicio a la comunidad y ofrecer al cliente una experiencia de mayor valor, introducen “Expect More. Pay Less®.” (Espera más. Paga menos), el nuevo eslogan de la marca, tratando de reflejar aún más los ideales de Target.

En 1995 lanzan la tarjeta de crédito que en un primer momento se llamaba “Target Guest Card”, luego renombrada a “REDcard®” en 2004. Junto con VISA® lanzan en 2001 “Target Visa® Credit Card” la primer tarjeta de crédito de una compañía en ser aceptada en los supermercados de todo el país. Asimismo, en 2007 introducen “Target Check Card” (tarjeta de débito) cómo una nueva herramienta ofrecida a los clientes para abonar sus compras. A partir de 1997 Target comienza a donar el 1% de las compras realizadas con la tarjeta a determinadas escuelas primarias y secundarias dentro del programa “Take Charge of Education®” (Hacerse cargo de la educación).

“SuperTarget” nace en 1995 como respuesta a la necesidad de los clientes de comprar todos los productos en un solo lugar, realizando una sola parada de compras. Así, éste nuevo negocio incluía además de todas las mercancías que se encontraban en un Target normal, productos frescos como leche, pan, carne, etc. en la sección almacén.

Tres años después adquieren “Associated Merchandising Corporation” (AMC), la cooperativa de minoristas de mercadería en cuya fundación participó Dayton Company en 1918, cómo se menciona en párrafos anteriores. Luego cambiaría su nombre a “Target Sourcing Services”.

En 1999 comienza a funcionar Target.com, la plataforma de compras en línea. Al mismo tiempo comienza a trabajar con diseñadores para crear una línea exclusiva de productos de diseño solo para Target, logrando trabajos con más de 75 profesionales. Al año siguiente, Dayton-Hudson Corporation es renombrada Target Corporation con el fin de reflejar en forma precisa su negocio principal.

Para 2001 Target lleva abiertos 1000 negocios teniendo presencia de costa a costa en los EEUU. Introduce su propia marca de productos “Market Pantry”, en 2005 lanza “Choxie®”, una línea exclusiva de chocolates Premium, “Sutton and Dodge®” marca exclusiva de cortes vacunos, “Simply Balanced” una colección de productos libre de colorantes y conservantes y logra la certificación de minorista de productos orgánicos de EEUU, ofreciendo más de 600 ítems.

Siempre a la vanguardia de la innovación, fue realizando a lo largo del tiempo una serie de acciones y programas con el fin de posicionarse como líder en el mercado. Entre las más destacadas y llamativas se pueden mencionar los “Pops-Up Stores”, tiendas temporales y en lugares llamativos como un barco atracado en el muelle de New York, el desfile de moda “vertical” transformando el frente del edificio Rockefeller Center en una pasarela vertical para promocionar la colección de ropa para hombres y mujeres, entre muchos otros.

En 2004 decide desprenderse de las cadenas adquiridas Marshall Field's y Mervyn's. Al siguiente año supera los \$ 50.000 millones de dólares en ventas anuales. A mediados de 2008 inaugura el primer local en Alaska, ofreciendo además artículos para atender las necesidades específicas en función de las condiciones de la zona. Al siguiente año desembarca en Hawaii en las islas de Oahu y Big Island.

En 2011 Target adquiere una cadena de supermercados en Canadá y comienza a expandirse internacionalmente. Durante el siguiente año restaura cada una de las instalaciones y en 2013 inaugura 124 tiendas a lo largo de todo el país.

A principios de 2012 Target desarrolla un nuevo modelo de tienda adaptada a las características y necesidades de los habitantes y turistas de las grandes ciudades, “City Target”. Estos negocios abiertos en Los Ángeles, Chicago y Seattle ofrecen los mismos bienes y servicios que un Target tradicional pero en un formato más pequeño adaptado a los barrios urbanos. Al año siguiente inauguraron tres nuevas tiendas en Los Ángeles, Portland y San Francisco.

A mediados de diciembre de 2013 Target anuncia que sufrió una violación de su sistema de datos donde se sustrajo información de tarjetas de crédito y débito de los clientes. En respuesta a este hecho inicia una investigación criminal y toma todas las medidas de fuerza necesarias para fortalecer la seguridad en la red. Invierte USD 100 millones para migrar todo el portafolio de REDCard a tarjetas con tecnología de chip y pin e instalar todos los programas de soporte y sistemas de pago de nueva generación. Hacia 2014 todas estas medidas de seguridad ya estaban en pleno funcionamiento.

Superado el escollo, en 2014 Target inaugura un nuevo formato de tienda, el más pequeño de toda la gama TargetExpress. Éste nuevo negocio abierto en primer lugar en Minneapolis y luego en San Francisco Bay y St. Paul, Minnesota, busca ofrecer una experiencia de compra rápida y cómoda sin dejar de lado la calidad de los productos y servicios de todo Target.

En enero 2015 Target anuncia los planes de discontinuar las operaciones en los 133 locales de Canadá. Luego de dos años de pérdidas significativas y en vistas de que el negocio no sería rentable hasta 2021, los Directores toman la decisión estratégica de enfocarse solo en el crecimiento en EEUU. Para abril de 2015, todos los inventarios estaban liquidados y los locales cerraron sus puertas.

En junio 2015 Target y “CVS Health” anuncian que han llegado a un acuerdo donde éste último adquirirá las farmacias y clínicas Target, renombrándolas “CVS Pharmacy” y “MinuteClinic” y operándolas tanto en las tiendas ya existentes como las en las nuevas. La transacción se completó en diciembre del mismo año.

Continuó la apertura de nuevos locales con formatos flexibles en todo el país. Las tiendas varían en tamaño, surtido y variedad, permitiendo crear una experiencia localmente relevante en áreas urbanas. Cualquiera sea el tamaño, todas ofrecen la experiencia completa de Target a los clientes. Por ello, en agosto de 2015 anuncia los planes de renombrar todos los locales existentes y nuevos como “Target”, con el logo “Bullseye”.

A lo largo de 2017, y como parte de un programa de 3 años y más de USD 7.000 millones de inversión de capital, puso en marcha el plan de remodelación de más de 600 tiendas. En octubre se realizó la reapertura del primer local remodelado cerca de Houston, con nuevos elementos de diseño. Durante 2017 se remodelaron 110 tiendas. Asimismo, dicho plan incluye la apertura de 30 nuevas tiendas en un nuevo formato pequeño a lo largo de todo el país, situados en barrios urbanos con gran densidad poblacional y dentro de campus universitarios.

En junio de 2017 se realizó la apertura de una instalación en Perth Amboy, N.J. dedicada a experimentar y ensayar nuevos métodos de distribución de forma más eficiente y rápida. Se comenzó a testear un servicio de envío en el mismo día en la nueva tienda situada en Tribeca (parte baja de Manhattan). Asimismo, comenzaron a realizar pruebas piloto de “Target Restock” en Minneapolis, un servicio que permite a los usuarios de

Target.com realizar una compra de mercadería y tenerla en su casa al día siguiente sin moverse.

En agosto de 2017 se anunciaron los planes para adquirir “**Grand Junction**”, una compañía tecnológica que ayuda a retailers a realizar envíos en forma más rápida y eficiente. El objetivo de la adquisición es realizar envíos aún más rápido y otros servicios como envío en el mismo día e incluso armado e instalación. En la misma línea, en diciembre del mismo año anunció la adquisición de “**Shipt**” con el objeto de brindar el servicio de delivery en el mismo día en todo el país.

Negocio

Target es una empresa dedicada a la venta al por menor de artículos de uso diario, comida, moda y mercadería diferenciada a precios de descuento a través de sus tiendas y canales digitales. Ofrece una experiencia de compra preferente que es soportada gracias a su fuerte cadena de abastecimiento, infraestructura tecnológica, su arraigada devoción por innovar y su enfoque para manejar el negocio en forma disciplinada e invirtiendo en el crecimiento futuro. Opera como un solo segmento diseñado para permitir a los clientes comprar productos sin problemas en tiendas o a través de los canales digitales.

Dentro de los formatos de tiendas encontramos las tiendas de mercadería en general, SuperTarget (comparable con los supermercados tradicionales), City Target y TargetExpress, estos dos últimos en formato urbano. Tal como se mencionó en párrafos anteriores, la compañía anunció sus planes de unificar los formatos de sus tiendas renombrando todos los locales “*Target*” y ofreciendo en todos, la experiencia completa del negocio. A estos canales tradicionales se debe adicionar el canal digital, que ofrece un surtido complementario como colores y tallas solo ofrecidas en línea.

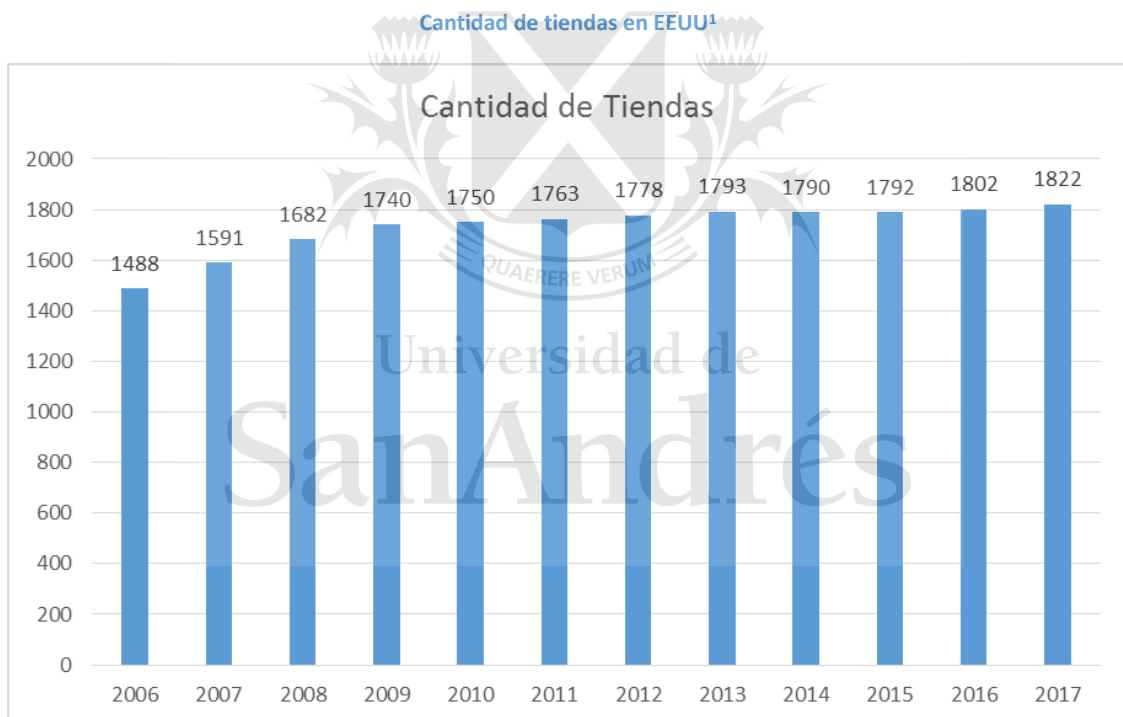
Cuenta con un amplio surtido de marcas propias y exclusivas que representan una porción significativa de las ventas. Entre las marcas propias podemos destacar “*Archer Farms*”, “*Boots & Barkley*”, “*Embark*”, “*Gilligan & O’Malley*”, “*Merona*”, “*Market Pantry*”, entre otras. Las marcas exclusivas incluyen “*C9 by Champion*”, “*DENIZEN de Levi’s*”, “*Fieldcrest*”, “*Genuine Kids from OshKosh*”, entre otras.

Asimismo, periódicamente ofrece mercadería de diseño exclusivo y creativo a través de asociaciones con diseñadores. Por otro lado, genera ganancias con amenities dentro del local, como Target Café, Target Optical o franquicias como Pizza Hut y Starbucks. Asimismo, la mayoría de las tiendas tiene una farmacia CVS la cual genera un ingreso anual continuo relacionado al nivel de ocupación.

Cuenta con una red de 41 centros de distribución ubicados estratégicamente para suministrar junto a distribuidores tercerizados las 1822 tiendas (aproximadamente a enero 2018), aproximadamente 240 millones de pies cuadrados en los 50 estados y en

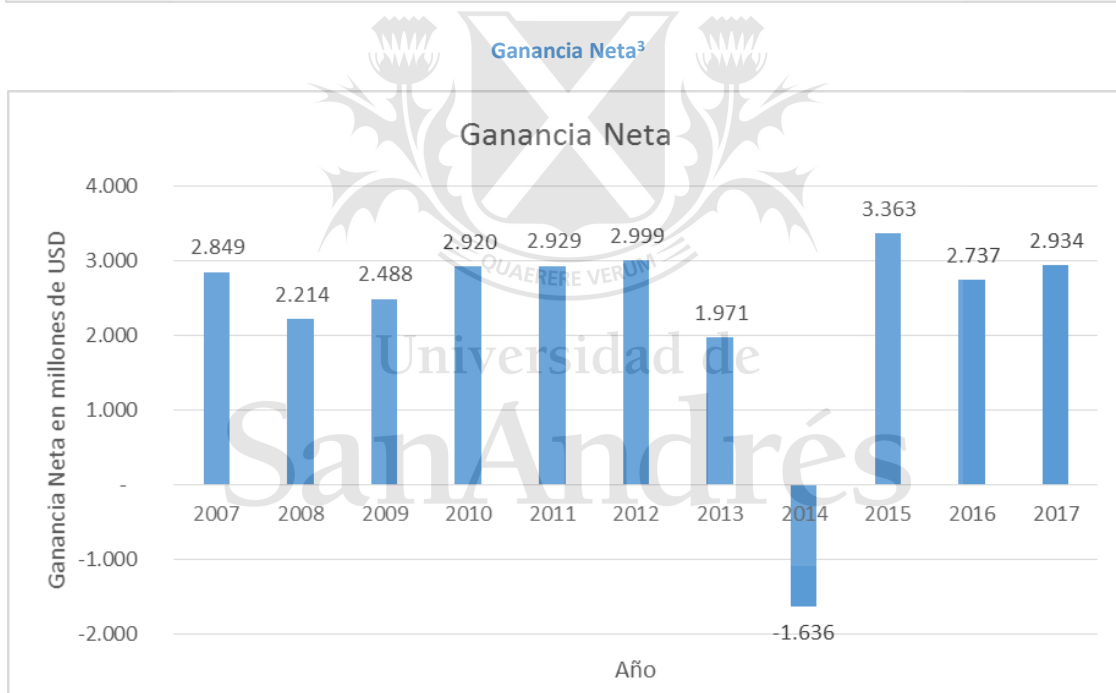
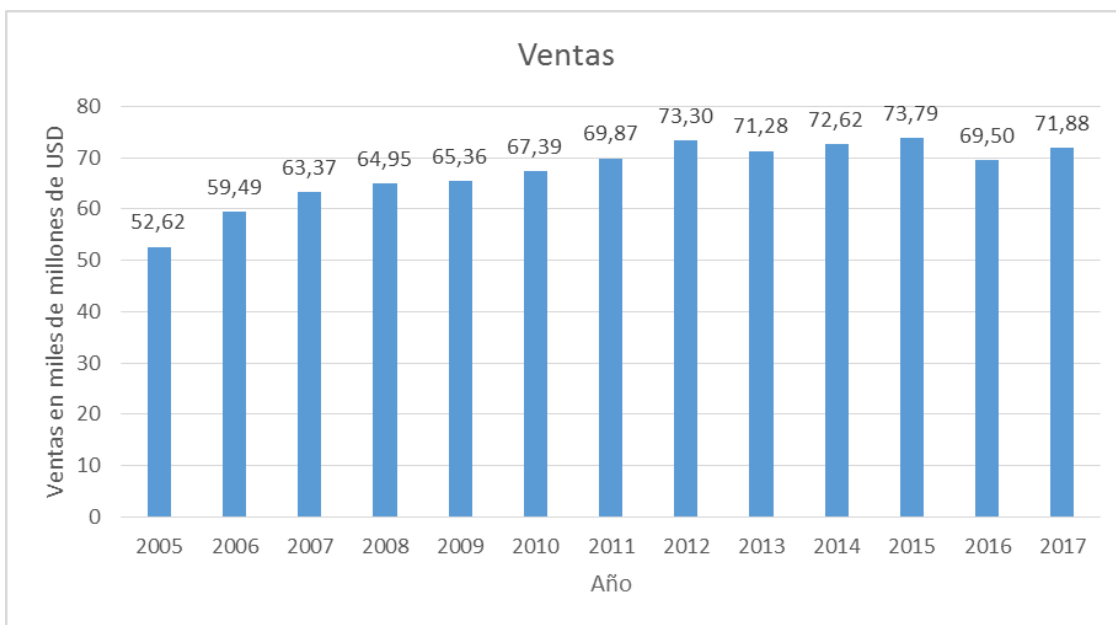
el Distrito de Columbia. Su casa central se encuentra en Minneapolis, Minnesota y emplea a 345.000 personas, con picos de 390.000 en la temporada de vacaciones. La mercadería vendida a través de los canales digitales es distribuida a los clientes a través de transportistas comunes (desde las tiendas, centros de distribución, vendedores y distribuidores tercerizados), pudiendo también el cliente retirar por la tienda. Usar las tiendas como puntos de “relleno” permite mejorar la disponibilidad de productos, los tiempos envío y asimismo reducir los costos de transporte. Por otro lado, continúa expandiendo las opciones de envío a través de la subsidiaria Shipt, Inc. (Shipt). Shipt es una compañía que ofrece compra de mercadería y servicio de delivery a sus miembros a través de una aplicación para Smartphone y a través de su sitio web. Opera en 144 ciudades. En diciembre de 2017 Target anunció la adquisición por \$ 550 millones de dólares.

Hasta enero 2015 operó en dos segmentos: EEUU y Canadá. En dicho año, discontinuó las operaciones en Canadá, focalizándose solo en EEUU.



¹ Fuente: Statista.

Ventas en EEUU²



Análisis financiero

A partir de los balances de los últimos 7 ejercicios contables de la compañía se elaboraron distintos indicadores para analizar la rentabilidad del negocio, de la inversión y el endeudamiento.

² Fuente: Statista.

³ Fuente: Statista.

Rentabilidad del negocio

Para analizar la rentabilidad del negocio de Target se seleccionaron tres indicadores más importantes de márgenes sobre ventas: EBITDA/Ventas (ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones), margen operativo (EBIT/Ventas) y margen neto.

Como observamos en el gráfico 1, la compañía posee márgenes de EBITDA y operativos muy estables a lo largo de los últimos 7 ejercicios, con una leve pendiente negativa que fue revertida temporalmente en 2016. Respecto del margen neto, vemos una fuerte caída en el año 2014 debido a la decisión de la compañía de discontinuar las operaciones en Canadá. Obviando dicho año, el margen neto se mantiene por arriba del 4%.

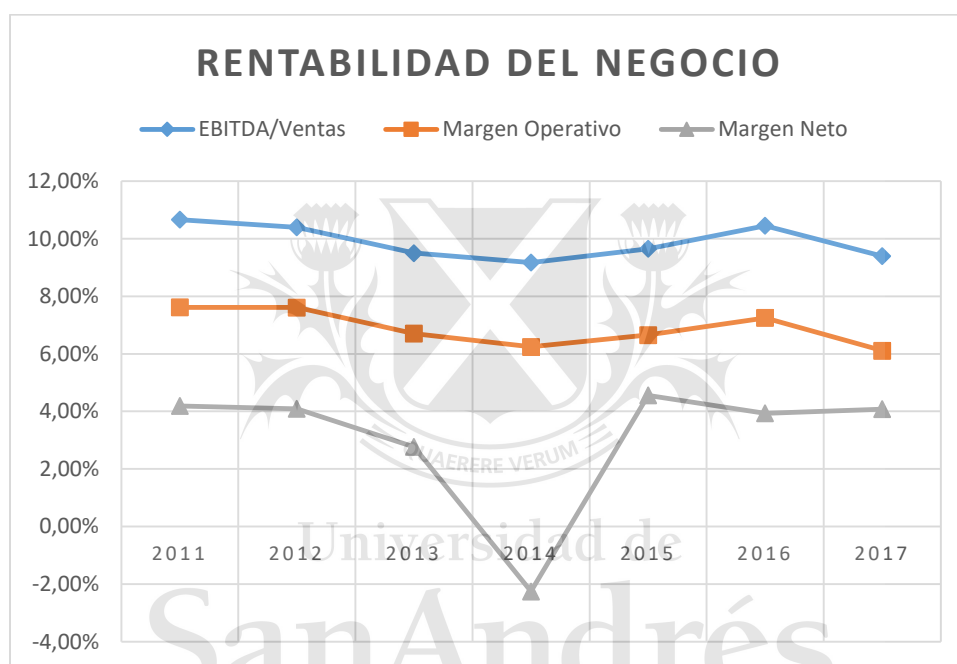


Gráfico 1 - Fuente: Elaboración propia con datos de balance.

Rentabilidad de la inversión

El Retorno sobre los Activos (ROA por sus siglas en inglés) indica la rentabilidad de los activos independientemente de cómo fueron financiados. Como puede apreciarse en el gráfico 2, el mismo se mantiene en el rango de 10,5% y 13%, teniendo una leve caída en el último ejercicio.

El Retorno sobre el Patrimonio Neto (ROE por sus siglas en inglés) mide la rentabilidad para los accionistas de la compañía. Notamos similar comportamiento en el año 2014 observado anteriormente en el margen neto, debido a la decisión de discontinuar las operaciones en Canadá, que venían de dos años de pérdidas significativas. No obstante ello, vemos que dicha decisión ha resultado favorable, logrando un gran salto en el ROE a partir de la misma para ubicarse cerca del 25%.

Por último, vemos que el Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC por sus siglas en inglés) muestra una pendiente positiva a partir del 2013 y llegando a niveles por sobre el 15% en el último año. Demuestra que la compañía tiene un eficiente desempeño operativo por cada dólar invertido.

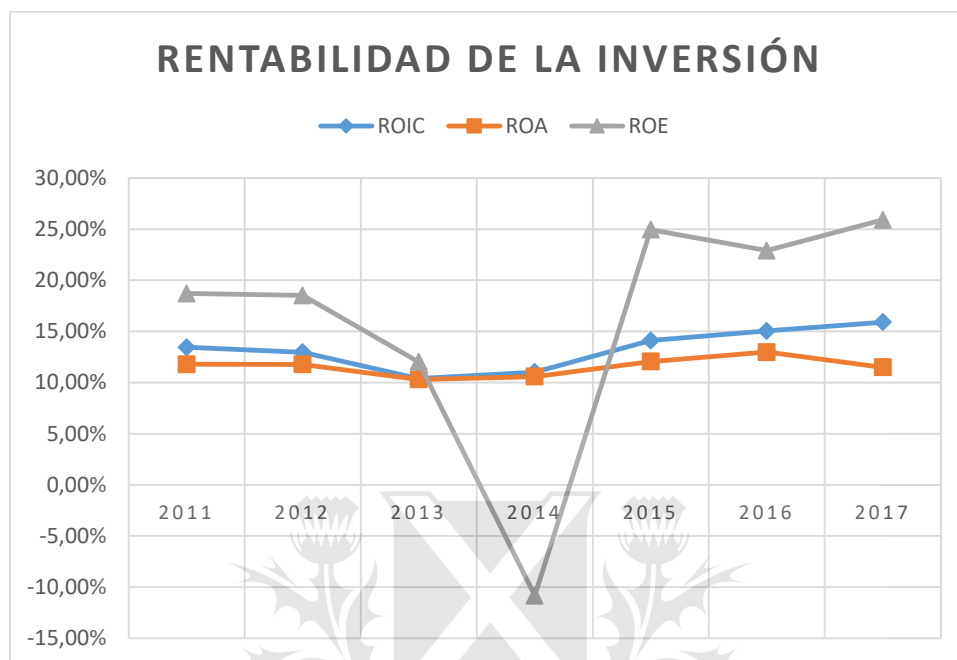


Gráfico 2 - Fuente: Elaboración propia con datos de balance.

Endeudamiento

Para analizar el nivel de endeudamiento de Target vemos a través de la relación Deuda sobre Patrimonio Neto (ver gráfico 3) que la compañía tiene un bajo nivel de endeudamiento que fue incrementándose a partir del año 2013 con una caída en el último ejercicio. En valores nominales la deuda se mantiene en los mismos niveles, por lo que la variación en el ratio se debe a las políticas de distribución de dividendos y el fuerte programa de recompra de acciones llevado a cabo por el Directorio con ganancias retenidas. Al observar la estabilidad del ratio de Deuda sobre Activos se puede verificar lo antes mencionado. Asimismo, el gráfico 4 nos muestra que la relación Deuda sobre EBITDA ha ido reduciéndose en forma paulatina a lo largo de los últimos 7 años.

Por último, vemos que la compañía tiene una alta cobertura de intereses reflejando nuevamente el bajo nivel de apalancamiento. La volatilidad del ratio se explica debido a que la compañía ha registrado intereses negativos por el retiro anticipado de deuda en los años 2013, 2014, 2016 y 2017⁴.

⁴ 2013: USD 445 millones, 2014: USD 285 millones, 2016: USD 422 millones y 2017: USD 123 millones. Fuente: Balance Target 2017.

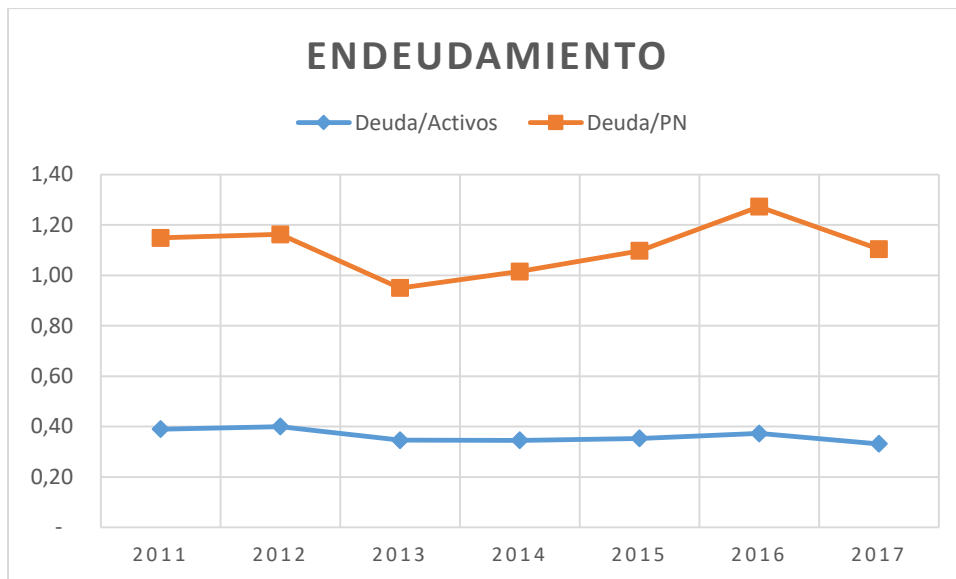


Gráfico 3 - Fuente: Elaboración propia con datos de balance.

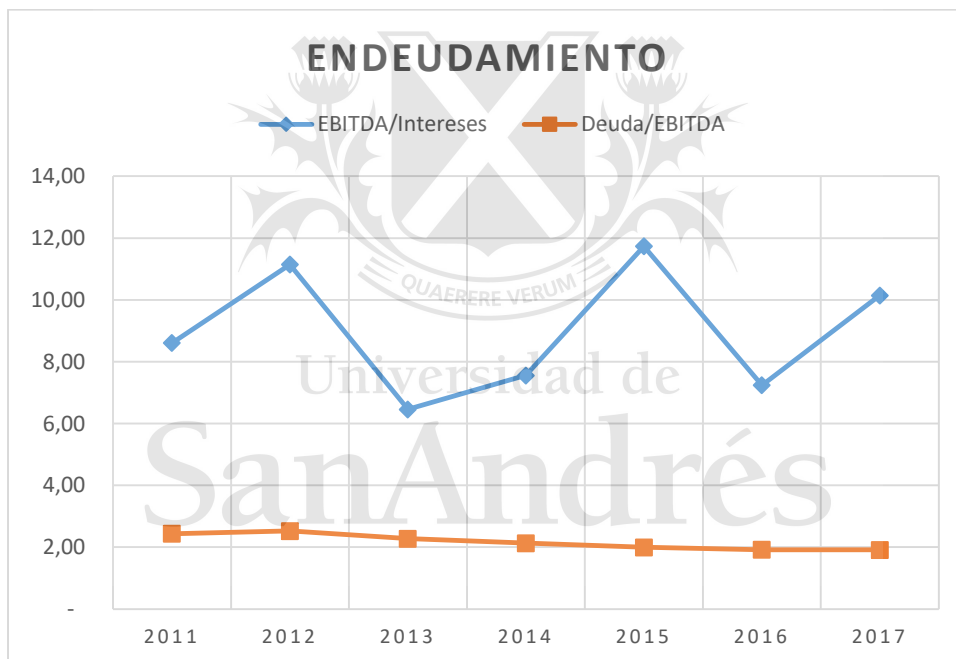


Gráfico 4 - Fuente: Elaboración propia con datos de balance.

Comparación con principales competidores

Con el objetivo de situar los indicadores respecto a la industria y poder cotejarlos en forma conjunta, se tomó el promedio de los últimos 5 años de los principales ratios a partir de la información provista por la plataforma financiera Reuters⁵.

Como podemos observar en los gráficos 5 y 6, los indicadores de rentabilidad del negocio y de la inversión de Target (TGT) se encuentran prácticamente en el promedio del mercado.

⁵ <https://www.reuters.com/finance>.

Asimismo, cabe destacar que Target (TGT) posee indicadores superiores a Walmart (WMT), principal competidor y líder del mercado.

Por otro lado, vemos compañías como Home Depot (HD) y Lowe's (LOW) con indicadores de rentabilidad más elevados ya que se enfocan en un sector en específico como el de mejoras para el hogar.

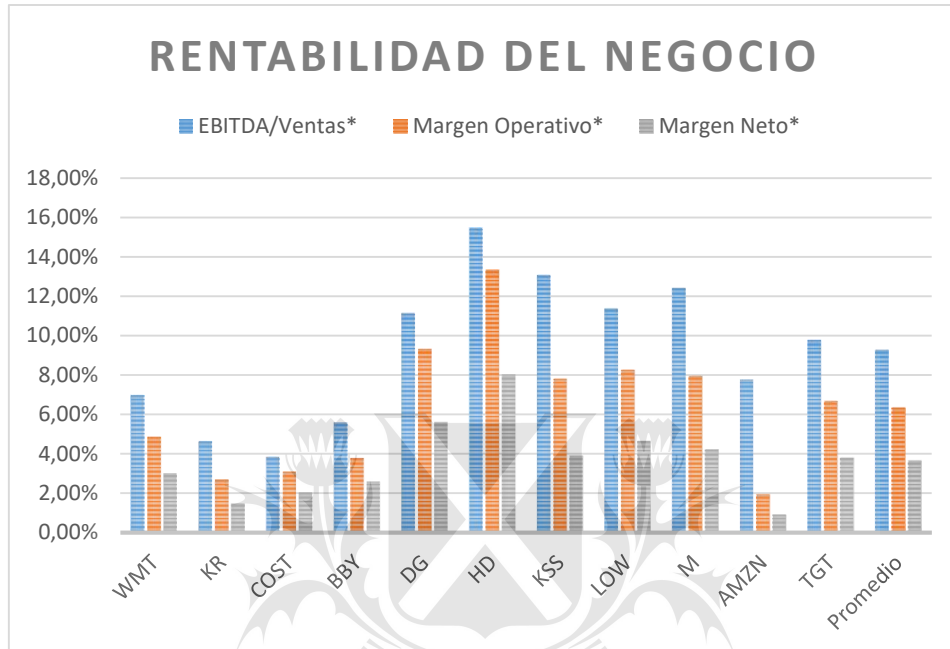


Gráfico 5 - Fuente: <https://www.reuters.com/finance> - Elaboración propia (*Promedio últimos 5 años).

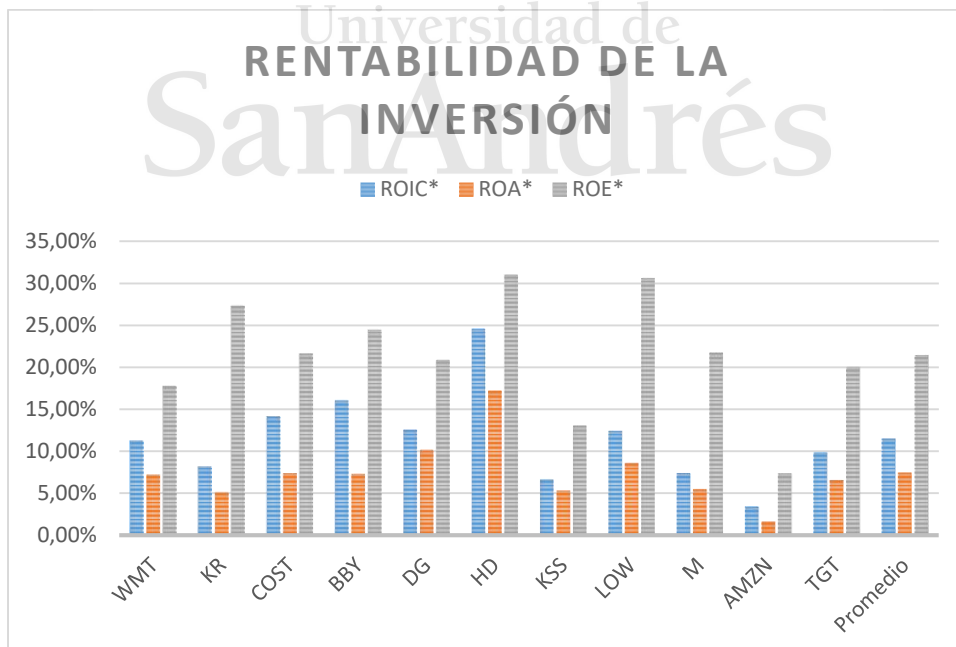
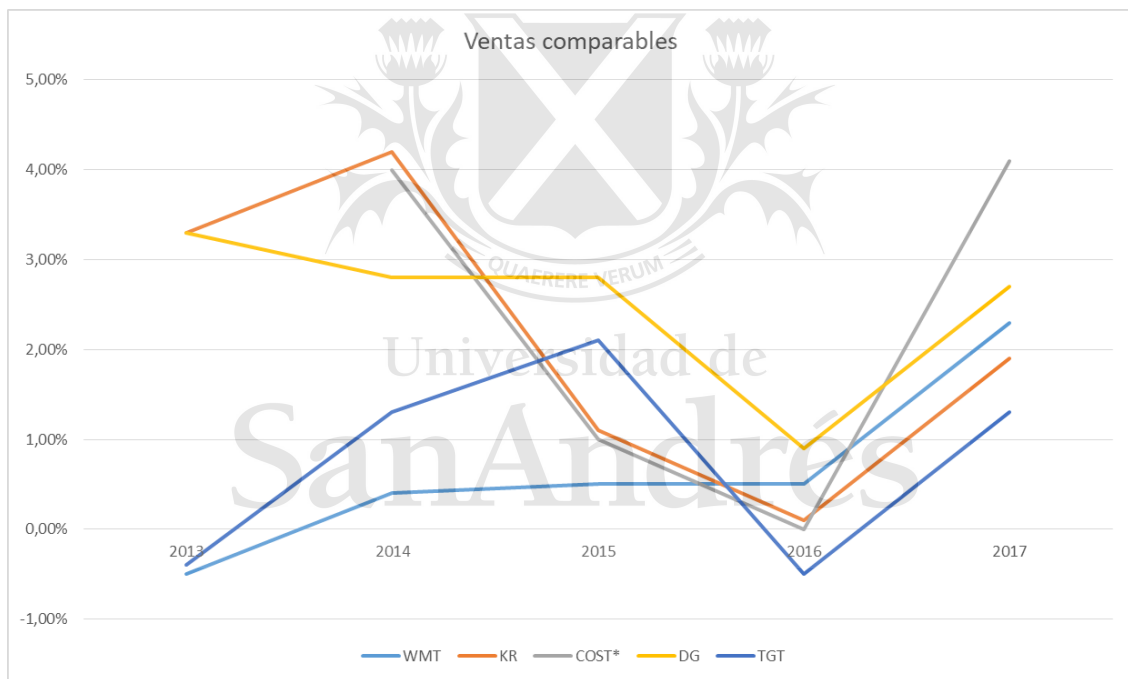


Gráfico 6 - Fuente: <https://www.reuters.com/finance> - Elaboración propia (*Promedio últimos 5 años).

Ventas comparables

Las ventas comparables o “*Same-Store Sales*” por su nombre en inglés, es una métrica financiera específica de la industria utilizada para evaluar el monto total de ventas de las tiendas de la compañía que han estado operativas por un año o más. Provee una estadística comparativa de la performance de tiendas establecidas, comparando las ventas del periodo actual con el mismo periodo del año anterior. En un indicador de crecimiento orgánico de las ventas.

En el siguiente gráfico⁶ podemos observar el comportamiento de las ventas comparables de los últimos 5 ejercicios de Target, en comparación con Walmart, Kroger, Costco y Dollar General. Como podemos ver, a partir del año 2015 todas las compañías tienen un comportamiento similar a diferentes niveles. Target es la compañía con menores ventas comparables desde el 2016, llegando a 1,3% en 2017. Asimismo, si abrimos la composición del ratio, vemos que la mayor contribución está dada por el incremento de las ventas del canal digital.



Conclusión

Podemos concluir que Target goza de excelentes indicadores financieros, tanto de rentabilidad del negocio y de la inversión como de endeudamiento, incluso al compararlos con la industria y competencia directa.

⁶ Fuente: <https://retail.emarketer.com/>

Por otro lado, respecto del indicador de ventas comparables, vemos que la compañía tiene que crear nuevas estrategias de ventas para no depender solamente de la apertura de nuevas tiendas en la búsqueda de mayor volumen.

Fortalezas

Red operacional

Target aprovecha su extensa red de sucursales junto con sus centros de distribución para aprovechar el potencial del mercado en los Estados Unidos. A febrero de 2018, la compañía operaba 1.822 tiendas, de las cuales 1.526 son propias. Esta extensa red le permite estar cerca de sus consumidores y es la base sobre la cual está desarrollando su negocio en línea.

Índice de rotación de inventarios

La empresa ha reportado un incremento en el índice de rotación de inventarios en el último periodo llegando a 5.9, mayor que dos de sus competidores: Kohl's y Macy's. Con valores de 3.4 y 2.9 respectivamente. Esto implica que la compañía tarda 62 días en vender su stock, así como también ahorros en costos de almacenamiento que repercuten en la rentabilidad.

Crecimiento de ventas

En el último periodo Target ha mostrado un crecimiento continuo de sus ventas generando un incremento anual del 3.4%, apalancado en mejores ventas comparables del canal digital y en la apertura de nuevos locales.

Debilidades

Liquidez

El ratio corriente se ha deteriorado respecto al año anterior llegando a 0.9, pudiendo representar una desventaja respecto a sus competidores en caso de que se presente una oportunidad de inversión. Teniendo en cuenta el rápido crecimiento del segmento de venta en línea, la falta de liquidez puede representar un obstáculo en el desarrollo del mismo.

Oportunidades

Crecimiento del comercio electrónico

Según el "Census Bureau of the Department of Commerce" el e-commerce creció un 3.2% en el 4° cuatrimestre de 2017 respecto del 3° y un 16.9% respecto del mismo cuatrimestre del año anterior. Una estrategia exitosa en este segmento puede ayudar a la compañía a obtener nuevos clientes mayores ventas y así ganar mayor participación en el mercado.

Expansión del mercado minorista en Estados Unidos

Apalancado por el crecimiento de la economía, la caída del desempleo, el incremento del ingreso per cápita y la confianza del consumidor, se espera una expansión del retail en los Estados Unidos en los próximos años. Target deberá aprovechar esta situación al máximo para incrementar sus ventas y su participación en el mercado.

Amenazas

Crecimiento del costo de la mano de obra en EEUU

Target actualmente emplea aproximadamente 345.000 personas para operar el negocio, por lo que los incrementos obligatorios del salario mínimo impuestos tanto por el gobierno Federal, como así también por los Estados y municipios, pueden tener un efecto negativo sobre los márgenes de ganancia de la empresa y su eficiencia operacional.

Amazon

En junio de 2017 Amazon anunció la adquisición de “Whole Foods Market” por \$ 13,7 mil millones de dólares. De esta manera, entra en el negocio de tiendas físicas que sumado a su liderazgo en el segmento digital, representa una gran amenaza para Target. “Whole Foods Market” posee aproximadamente 400 tiendas en los Estados Unidos, lo que le permitirá a Amazon estar más cerca de los consumidores y aprovechar la estructura con el fin de acelerar y economizar los procesos de envío de productos.

Industria

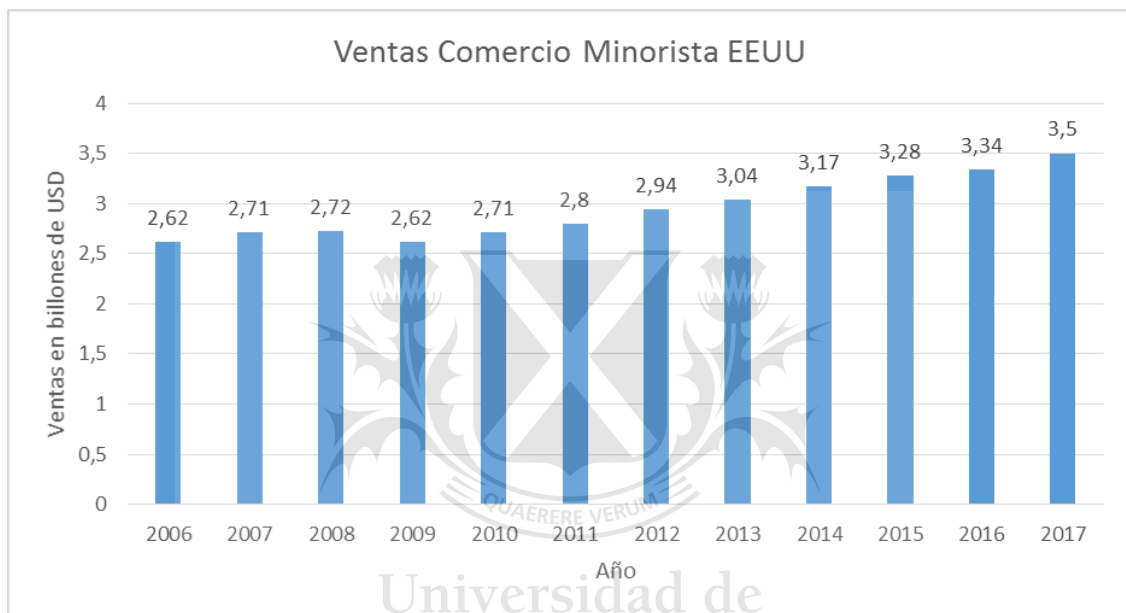
La industria de venta al por menor (“Retail Industry”) aglutina alrededor de 3,6 millones de establecimientos en los EEUU de acuerdo a la “National Retail Federation” con ventas cercanas a los 3,496 billones en 2017 y un crecimiento promedio anual desde el 2010 de 3.6%, generando aproximadamente más de 13 millones de puestos de trabajo. La industria puede dividirse en las siguientes categorías o segmentos:

- Grandes almacenes o tiendas departamentales: se caracterizan por ser grandes superficies (en promedio 50.000 pies cuadrados) ofreciendo una gran variedad de productos y mercadería en general como prendas de vestir, joyería, cosméticos, artículos para el hogar, juguetes, electrodomésticos, artículos deportivos, entre otros. Logran economías de escala al enfocarse en grandes volúmenes de venta, lo que le permite bajar los márgenes y ofrecer precios muy competitivos.
- Supercentros Minoristas (“Warehouse Club”): se caracterizan por ser grandes tiendas que ofrecen principalmente una línea general de productos comestibles, junto con otras mercancías (como prendas de vestir o accesorios). Asimismo, ofrecen una amplia selección de productos (generalmente en bultos) a precios

de descuento, a cambio de una membresía abonada por el cliente. Asimismo, ofrecen alimentos perecederos.

- Supermercados y almacenes: ofrecen productos alimenticios como carne, pollo, mariscos, alimentos enlatados y congelados, frutas, verduras, lácteos, entre otros.
- “E-tailers”: venden productos por internet. Incluye el comercio electrónico (“e-commerce”) y los sitios de subastas electrónicas cuya actividad principal es vender productos a través de internet.

Ventas Anuales – Industria de venta al por menor EEUU⁷



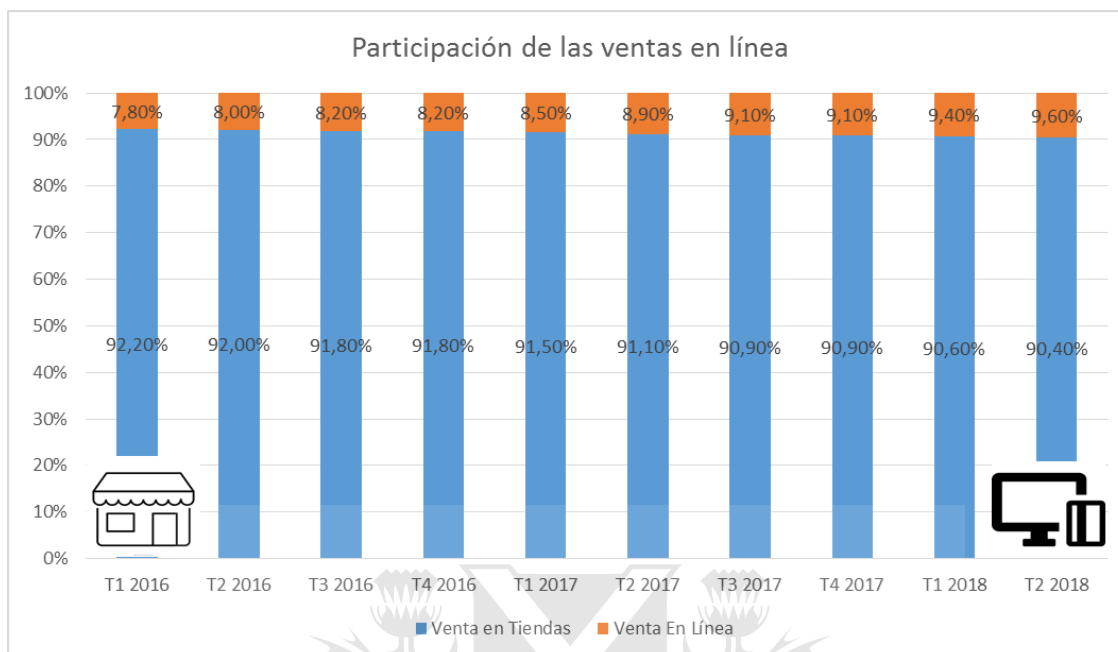
Cabe destacar, que actualmente muchos competidores de la industria han ido expandiendo su negocio al resto de los segmentos de la industria. Es el caso de Target, que posee distintos tipos de operaciones que encuadran en varios de los segmentos anteriormente mencionados. Posee grandes tiendas departamentales, supermercados o almacenes, e incluso venta a través de su página de internet.

Canales

Las ventas basadas en negocios físicos aún superan en gran parte a las ventas en línea, pero continúan creciendo a buen ritmo. Actualmente las ventas en línea no superan el 10% del total de las ventas y la mayoría son realizadas por compañías tradicionales de tiendas físicas (“bricks-and-mortar”).

⁷ Fuente: “National Retail Federation”.

Ventas en local y en línea⁸

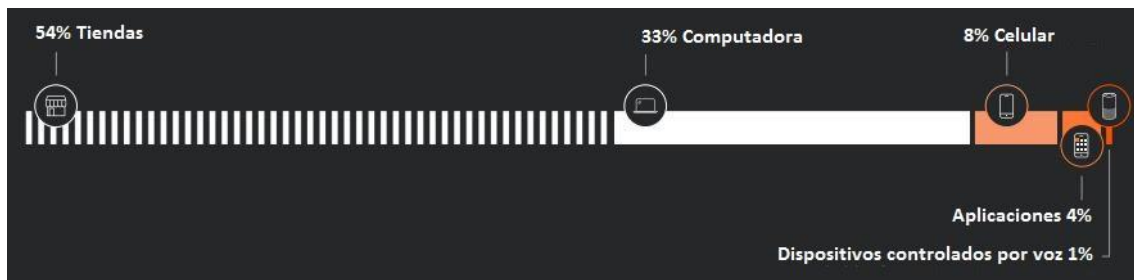


El sector está presenciando una transformación en la que los comercios deben atender nuevas necesidades. Además de brindar una experiencia completa de compra donde el consumidor descubra productos, elija y los transporte a su hogar, deben desarrollar el servicio de compra en línea, retiro de productos en el negocio y “showrooms” (salas de exposición) con información sobre los productos. Esto va a requerir cierres y remodelaciones de tiendas y nuevos modelos económicos para cubrir costos y generar ganancias. Las compañías que han entendido y adoptado esta nueva modalidad están comenzando a generar mayores ganancias por metro cuadrado. De esta forma, la logística en la cadena de suministros es clave en este nuevo mundo híbrido del comercio minorista.

Asimismo, el nivel de conocimiento de los clientes ha cambiado drásticamente. Los consumidores tienen mayor información, más opciones de compra y están más conectados que nunca, modificando sus hábitos de compra. Casi la mitad de los consumidores (46%) actualmente prefiere comprar a través de canales no tradicionales como el celular, la computadora o a través de dispositivos controlados por voz⁹.

⁸ Fuente: “National Retail Federation” y Statista.

⁹ WALKER SANDS. (2017). Future of Retail 2017 “The Connected Consumer and the Changing Face of Commerce”.



Demandan cada vez más el servicio de envío gratuito y rápido, haciendo de éste servicio una necesidad competitiva. Según una encuesta realizada por la “National Retail Federation”, un 47% de los usuarios que compran por internet no realizan la compra si no califican para el envío gratis.

“Drivers”

Esta industria se ve afectada principalmente por el ingreso per cápita disponible, la confianza del consumidor, la tasa de crecimiento de la población y el crecimiento de la economía. Se espera que la economía estadounidense continúe creciendo a un ritmo moderado de 2/2.5% en 2018. Adicionalmente, los consumidores se vieron beneficiados por un mercado laboral más fuerte e ingresos más altos. En abril de 2018 el desempleo cayó al 3.9%, nivel más bajo en 17 años y se espera que el ingreso personal real disponible se incremente más del 2% en 2018¹⁰. Por otro lado, los hogares están viendo un crecimiento de su riqueza debido al incremento en los precios de las viviendas y el buen desempeño de la bolsa. Estos datos anticipan un incremento en la confianza del consumidor en el mediano plazo.

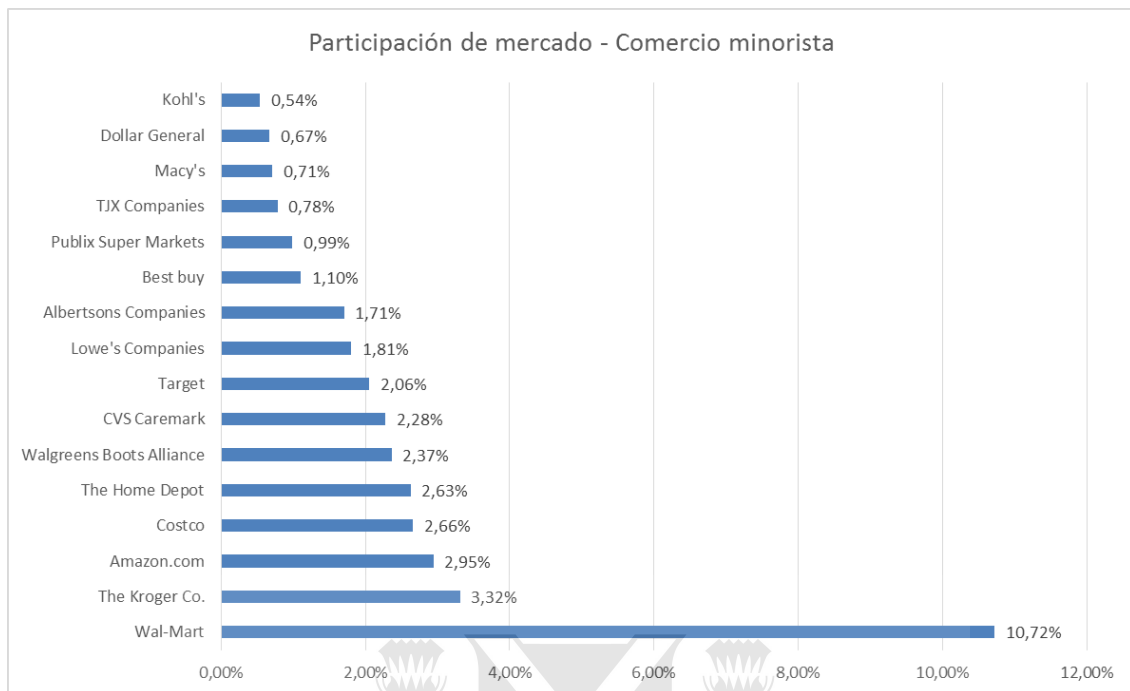
Principales competidores y participación en el mercado

Dentro de los principales competidores encontramos los siguientes:

- Wal-Mart Stores.
- The Kroger Co.
- Albertsons Companies.
- Costco.
- Dollar General.
- Amazon.

¹⁰ DELOITTE. (2018). *2018 Retail, wholesale and distribution Outlook “An industry in transition”*.

Participación de mercado¹¹



Asimismo, y en función de la expansión de los formatos de tiendas de Target, aparecen competidores como:

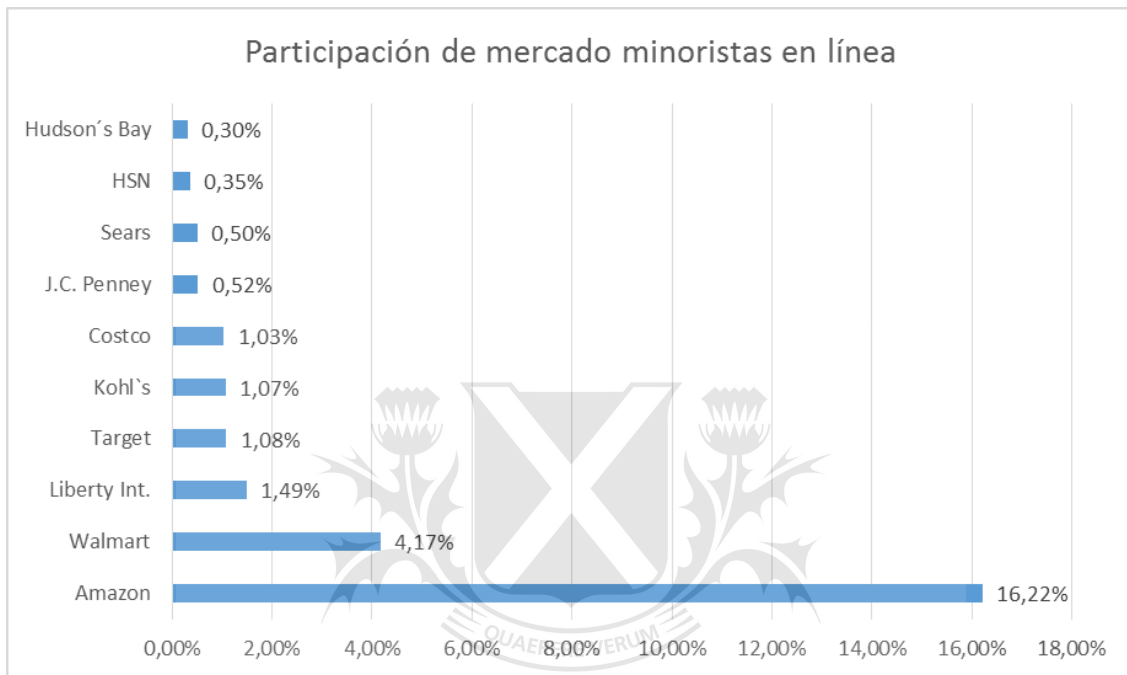
- Best Buy Co, Inc.
- CVS Health Corp
- Dollar Tree Inc
- Kohl's Corporation
- Lowe's Companies Inc
- Macy's Inc
- Publix Super Markets Inc
- Rite Aid Corp
- Ross Stores Inc
- Sears Holdings Corporation
- Staples Inc
- The Gap, Inc.
- The Home Depot, Inc.
- The TJX Companies, Inc.
- Walgreens Boots Alliance, Inc.

El siguiente gráfico muestra la participación de mercado de los principales minoristas de comercio electrónico en los Estados Unidos en 2017. En dicho año, el líder del mercado,

¹¹ Fuente: Statista

Amazon.com generó más de 54.470 millones de dólares estadounidenses a través de las ventas de bienes. Las compras en línea son una de las principales actividades digitales en los Estados Unidos: en 2017, los consumidores estadounidenses gastaron más de 409 mil millones de dólares en línea. El gasto se estima que superará los 638 mil millones de dólares estadounidenses hacia 2022¹².

Participación de mercado minoristas en línea¹³



Universidad de

Breve reseña

San Andrés

Wal-Mart ha invertido en tecnología y posee uno de los softwares de planificación más potentes para programar arribos y llegadas de camiones, rastrear barcos en el Atlántico y Pacífico, y el tráfico aéreo. Trabaja para asegurarse de que cuando un cliente compra por internet, se pague el menor costo para que el producto llegue desde el origen al destino final. Asimismo, los gigantes como Amazon y Alibaba dominan la discusión de “logística ágil”, pero de todas maneras aún existe una oportunidad para algunos de desarrollar una logística eficiente de bajo costo. Por otro lado, Wal-Mart ha invertido una gran cantidad de recursos en el desarrollo de todos los canales (omnicanal). En primer lugar, realizó una alianza con JD.com, la compañía más grande de China de venta minorista por internet, y luego, adquiriendo Jet.com por \$ 3 mil millones de dólares para expandir sus operaciones de comercio electrónico en EEUU. Moosejaw, Shoebuy and Modcloth and Bonobos, son otras nuevas adquisiciones recientes de Wal-Mart (todas

¹² Fuente: Statista.

¹³ Fuente: Statista.

compañías de venta en línea). Asimismo, ha lanzado una incubadora de proyectos tecnológicos enfocados al comercio electrónico denominada “Store No. 8”.

En contraste, Costco está focalizado en mantener sus programas de membresía sin poner tantos esfuerzos en el comercio electrónico, ya que solo representan un 4% de sus ventas netas. Su posicionamiento está basado en ofrecer alimentos de alta calidad a bajos precios con alta frecuencia de compra. No tiene intenciones de convertirse en un minorista omnicanal.

Por otro lado, Amazon continuamente está realizando nuevas iniciativas en el sector. En 2017 comenzó a experimentar con comestibles, alentando a los fabricantes a desarrollar paquetes que puedan resistir los envíos. Asimismo, está construyendo una red de tiendas físicas; lleva construidas seis librerías y están en construcción otras seis, también salas de exposición de sus dispositivos electrónicos y tiendas para bibliófilos. Posteriormente, y en línea con ésta estrategia, en junio de 2017 anunció la adquisición de Whole Foods Market por \$ 13,7 mil millones de dólares. Con esta operación Amazon está adquiriendo esencialmente centros de distribución en los vecindarios de alto poder adquisitivo de EEUU. De esta forma Amazon está reconociendo que existen ciertas cosas que no pueden digitalizarse y replicarse en línea, brindando todas las experiencias que uno tiene en las tiendas. Esto constituye una gran amenaza para Target como mencionamos anteriormente.

Kroger y Albertsons han estado creciendo a través de adquisiciones. En 2015 Kroger adquirió Roundy's Supermarkets en el medio oeste y Harris Teeter en el sudeste. A principios del 2017, la compañía compró Murray's Cheese, mejor conocido por su principal tienda en Nueva York Greenwich Village. También está trabajando en distintas iniciativas destinadas a no quedarse atrás con sus competidores en línea. En mayo de 2017 comenzó a probar kits de comida en algunas tiendas de Cincinnati y está teniendo éxito con su servicio de compra en línea y recolección en la tienda. Asimismo, está analizando poner en marcha el servicio de entrega a domicilio.

Albertsons cuenta hoy en día con 2.400 tiendas en EEUU con 19 nombres de negocio incluyendo Safeway, Shaw's, Star Markets, Acme y, por supuesto, Albertsons. Los primeros años de crecimiento consistieron en comprar cadenas que estaban atravesando dificultades financieras. Por el momento, el comercio electrónico no es un tema de importancia para Albertsons. Según las palabras de su CEO, Robert G. Miller, no quieren ser vanguardistas: *“Todo esto sobre poder verificar al cliente más rápido y salir de la tienda sin tener que pasar por caja y todo ese tipo de cosas, no estamos listos para invertir en nada de eso”*. De todas formas, reconoce que están trabajando en

distintas iniciativas con socios tecnológicos y si surge una oportunidad no van a dudar en invertir.¹⁴

Marco Teórico

Entre los distintos métodos de valuación nos enfocaremos particularmente en el Flujo de Fondos Descontado (DCF por sus siglas en inglés). El DCF continúa siendo el favorito de los practicantes y académicos por que se basa solo en los flujos de dinero que ingresan y egresan de la compañía antes que en las ganancias contables.

Éste método descuenta flujos de fondos libres al costo promedio ponderado del capital (WACC). Los métodos basados en el WACC funcionan mejor cuando la compañía mantiene un ratio deuda sobre capital relativamente estable. Si se espera que dicho ratio cambie, puede arrojar resultados confiables, pero es más difícil de aplicar. En estos casos se recomienda un método alternativo: Valor Presente Ajustado (APV por sus siglas en inglés). Este último, proyecta y valúa los flujos de fondos asociados a la estructura de capital en forma separada, sin tenerlos en cuenta en el costo del capital.

Asimismo, tenemos otros dos modelos: Capital Cash Flow y Equity Cash Flow. Estos mezclan la performance operativa y la estructura de capital en los flujos, por lo que conducen de manera más fácil a cometer errores. Son utilizados para valuar Bancos o Instituciones financieras donde la estructura de capital es parte inseparable de las operaciones.

Modelo de Flujo de Fondos Descontado (DCF)

Dicho método descuenta el Flujo de Fondos Libre (FCF), es decir, el flujo de fondos disponible para todos los inversores –accionistas, acreedores y cualquier otro tipo de inversor (“nonequity investors”¹⁵) – al Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC), es decir, el costo combinado para todos los inversores. Para determinar el valor de los accionistas se sustrae del flujo de fondos los derechos que tienen sobre éste los acreedores y el resto de inversores.

Partes del proceso:

1. Valuar las operaciones de la compañía descontando el flujo de fondos libre al costo promedio ponderado del capital.

¹⁴ Fuente: National Retail Federation. Top 100 Retailers. Obtenido de <https://stores.org/2017/06/26/top-100-retailers/>

¹⁵ Equivalentes de deuda y títulos híbridos (deuda convertible, opciones de los empleados)

2. Identificar y valorar activos no operativos, como inversiones en títulos, subsidiarias no consolidadas, etc. Sumando el valor de las operaciones más los activos no operativos da como resultado el valor de la empresa.
3. Identificar y valorar toda la deuda y el resto de derechos sobre el valor de la empresa que existan (híbridos de deuda como opciones de empleados, acciones preferidas, etc.).
4. Sustraer el punto anterior del valor de la empresa para determinar el valor del capital.

El WACC representa el costo de oportunidad que afrontan los inversores por invertir sus fondos en un negocio en particular en lugar de otros con riesgo similar.

El principio más importante detrás de la implementación del costo de capital es la consistencia entre los componentes del WACC y el flujo de fondos libre. Dado que éste último es el flujo disponible para todos los inversores, el WACC de la compañía debe, por lo tanto, incluir el retorno requerido por cada inversor. Para asegurar la consistencia se deben seguir los siguientes criterios:

- Debe incluir el costo de oportunidad de todos los inversores.
- Debe ponderar el retorno requerido por cada título por su valor de mercado ponderado, no por su valor histórico en libros.
- Todo beneficio o costo financiero como el escudo fiscal de los intereses, no incluido en el flujo de fondos libre, debe ser incorporado en el costo de capital.
- Debe ser computado después de impuestos (ya que el flujo de fondos libres es calculado después de impuestos).
- La madurez de los títulos utilizados para estimar el costo de capital debe coincidir con la madurez de los flujos.

Teniendo en cuenta estos criterios debemos estimar los tres componentes del WACC: el costo del capital propio, el costo de la deuda después de impuestos, y la estructura de capital objetivo. Como ninguna de las variables es observable, debemos emplear varios modelos, supuestos y aproximaciones para estimar cada componente. Estos modelos estiman el retorno esperado en inversiones alternativas con riesgo similar utilizando precios de mercado. Es por ello que el término “retorno esperado” y “costo de capital propio” son utilizados en forma indistinta.

Costo promedio ponderado del capital

En su forma más simple el WACC es igual al promedio ponderado después del impuesto del costo de la deuda y el capital propio.

$$WACC = \frac{D}{(D+E)} Kd (1 - t) + \frac{E}{(D+E)} Ke$$

Donde:

- D: deuda.
- E: capital propio.
- K_e : costo del capital propio.
- K_d : costo de la deuda.
- T: tasa de impuesto a las ganancias.

El costo del capital propio es determinado por tres factores: tasa libre de riesgo, la prima de riesgo de mercado (retorno esperado del portafolio de mercado menos la tasa libre de riesgo) y un ajuste que refleja el riesgo particular de cada compañía respecto de la compañía promedio.

Utilizaremos el modelo CAPM¹⁶ para estimar el factor de riesgo específico de cada compañía.

El CAPM ajusta este riesgo a través del uso de Beta, que mide el co-movimiento de la acción con el mercado y representa el riesgo no diversificable. Acciones con altas Betas tienen retornos excedentes por sobre la prima de riesgo del mercado. Lo contrario sucede con acciones de Betas bajos.

Para aproximar el costo de la deuda después de impuestos para una compañía con grado de inversión, debemos utilizar la TIR¹⁷ después de impuestos de la deuda de largo plazo. Para compañías que han emitido deuda en el mercado y que cotizan, calcular la TIR directamente del precio del bono y los flujos prometidos. Para aquellas cuya deuda no cotiza en forma frecuente, debemos usar el rating de la deuda (asignado por las calificadoras) para estimar la TIR.

Como el flujo de fondos libre está medido sin el efecto del escudo fiscal de los intereses, debemos calcular el costo de la deuda en términos de después de impuestos utilizando la tasa marginal de impuestos.

Finalmente, el costo de la deuda después de impuestos y el costo del capital propio deben ponderarse usando niveles objetivo de deuda y capital propio sobre valor. Para compañías maduras, la estructura de capital deseada es generalmente aproximada por el ratio actual de deuda sobre valor, usando valores de mercado de deuda y capital propio.

Estimando el costo del capital propio

El mismo es construido con tres factores: la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo de mercado, y un ajuste de riesgo específico de la compañía (beta).

¹⁶ CAPM: Capital Asset Pricing Model.

¹⁷ TIR: Tasa interna de retorno.

El modelo más común utilizado para estimar el costo de capital propio es el “Capital Asset Pricing Model” (CAPM). Entre otros modelos encontramos el modelo de los tres factores de Fama-French y el modelo “Arbitrage Pricing Theory” (APT).

Los tres modelos difieren básicamente en cómo definen riesgo. El CAPM define el riesgo de una acción a la sensibilidad de ésta con el mercado, mientras que el modelo de los tres factores Fama-French define riesgo como la sensibilidad de la acción respecto de tres factores: el mercado, un portafolio basado en el tamaño de la firma y un portafolio basado en ratios de valor en libros sobre valor de mercado.

A pesar de las recientes críticas, creemos que el CAPM sigue siendo el mejor modelo para estimar el costo de capital propio.

CAPM

Postula que la tasa de retorno esperada por cualquier título es igual a la tasa libre de riesgo más tantas beta veces la prima de riesgo de mercado.

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

Donde:

- $E(R_i)$: retorno esperado del activo i .
- r_f : tasa libre de riesgo.
- β_i : sensibilidad de la acción respecto al mercado.
- $E(R_m)$: retorno esperado del mercado.

La tasa libre de riesgo y la prima de riesgo del mercado son iguales para todas las compañías. Sólo varía la beta, que representa el riesgo incremental de la acción para un inversor diversificado, donde riesgo es definido como el grado en que la acción covaría con el mercado agregado.

-Para estimar la tasa libre de riesgo en economías desarrolladas, se utilizan títulos soberanos de largo plazo, con alta liquidez, como Treasury STRIPS¹⁸ a 10 años con cupón cero.

-Como retorno esperado del mercado tomamos el retorno histórico del mercado, el cual se encuentra entre 9%-9,5% anual.

-Para estimar la beta, realizamos una regresión de los retornos de la acción contra los retornos del mercado, en este caso el S&P 500.

¹⁸ Acrónimo de “Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities”. Son bonos con cupón cero emitidos y respaldados por el Tesoro de los EEUU.

Estimando la tasa libre de riesgos

Para estimarla buscamos bonos del gobierno libres de default¹⁹. Lo ideal es descontar cada flujo utilizando un bono soberano con la misma madurez.

En la práctica, muy pocos lo hacen. Para simplificar, la mayoría elige el retorno al vencimiento de un bono cuya madurez coincida con la extensión entera del flujo de fondos.

Para valuaciones corporativas de EEUU, el proxy más común son los Treasury STRIPS a 10 años del gobierno.

Siempre se deben utilizar bonos denominados en la misma moneda que el flujo de la compañía. De esta manera, la inflación será modelada consistentemente entre el flujo de fondos y la tasa de descuento.

Estimando Beta

De acuerdo al CAPM, el retorno esperado de una acción es definido por Beta, que mide cuanto la acción y el mercado se mueven juntos. Debido a que no puede ser observada directamente, debemos estimar su valor utilizando una regresión.

La regresión más común es la siguiente:

$$R_{i_t} = \alpha_i + \beta_i R_{m_t} + \varepsilon_t$$

En el modelo de mercado, el retorno de la acción (R_i), no su precio, es regresado contra el retorno del mercado. La pendiente de la línea es comúnmente denotada como Beta.

Siguiendo ciertas características del mercado y el resultado de una variedad de test empíricos podemos determinar las siguientes conclusiones que serán utilizadas para el cálculo:

-Periodo de medición para la regresión: a pesar de que no existe un estándar general para el periodo de medición apropiado, utilizaremos 3 años de datos mensuales.

-Frecuencia de medición: en 1980 Robert Merton determinó que la medición de Beta mejora a medida que se incrementa la frecuencia de medición²⁰. En la práctica, utilizar periodos más frecuentes de retornos, como retornos diarios o semanales, provoca sesgos sistemáticos. Este es el caso en que la acción tiene poco volumen o rara vez se negocia. El segundo problema es el spread entre el precio de compra y venta, ya que las acciones son registradas al último precio negociado, dependiendo de si ésta fue una

¹⁹ En su forma más general, la tasa libre de riesgo es definida como el retorno de un portafolio o activo que no tiene covarianza con el mercado, representado con una Beta igual a 0 (cero).

²⁰R. Merton, "On Estimating the Expected Return on the Market," *Journal of Financial Economics* 8 (1980): 323–361.

compra (ask) o venta (bid). Esto causa distorsiones en la estimación. Para evitar estos problemas utilizaremos retornos mensuales.

-Los retornos de la acción deben regresarse contra portafolios de mercado bien diversificados y ponderados por valor, como el índice S&P 500 o el MSCI World Index²¹. Teniendo en mente que la compañía opera solo en Estados Unidos, utilizaremos el índice S&P 500.

Estimando el valor continuo

En el punto en que se torna impracticable estimar el valor año a año de cada uno de los factores claves de la valuación, debemos usar el cálculo de una perpetuidad para estimar el valor continuo a partir del Flujo de Fondos Libres del último año proyectado:

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

Donde:

FFL_h: Flujo de Fondos Libres de la firma del último año proyectado.

g: tasa de crecimiento nominal de largo plazo.

WACC: Costo Promedio Ponderado del Capital por sus siglas en inglés.

Tomaremos como tasa de crecimiento de largo plazo (g) una tasa menor al crecimiento de la economía norteamericana.

Alternativas al descuento de flujos de fondos:

Múltiplos

Un método para ubicar los modelos de descuento de flujos de fondos en un contexto apropiado es crear un set de comparables.

Uno de los más utilizados es el valor de la firma (Enterprise Value – EV) sobre el EBITDA (ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones). Para aplicar el múltiplo EV/EBITDA, debemos buscar un set de empresas comparables y multiplicar un múltiplo de EV/EBITDA representativo por el EBITA de la compañía.

²¹ Índice formado por 1.644 empresas de 23 mercados desarrollados. Incluye una muestra representativa de empresas de capitalización grande, mediana y pequeña de cada mercado.

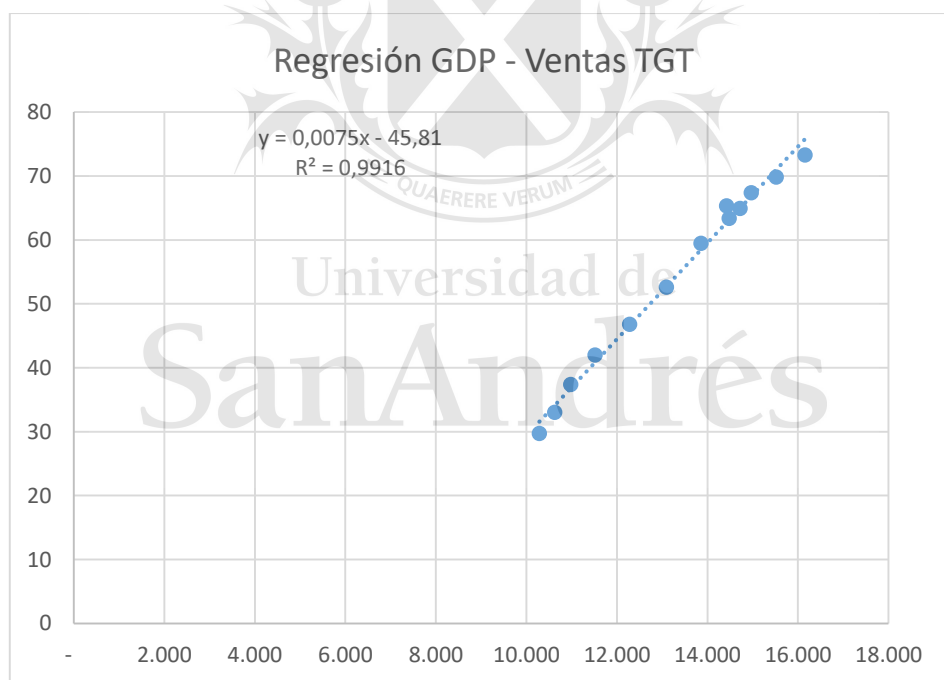
Si el valor de la empresa mediante el DCF no se acerca al valor obtenido debemos preguntarnos que le permite a la otra compañía ganar un mejor (o peor) retorno o crecer más rápido (o lento).

Para la valuación utilizaremos además el múltiplo PER (Price/Earnings Ratio o precio de la acción sobre ganancia por acción), teniendo en cuenta la recomendación de Pablo Fernández en su investigación sobre los múltiplos más comúnmente utilizados para valuar compañías²².

Proyecciones

Ventas

Para proyectar las ventas en las tiendas se analizaron los datos históricos de venta de la compañía y se compararon con el Producto Bruto de EEUU. (GDP – Gross Domestic Product) mediante una regresión. El resultado es el siguiente:



A fines de realizar una comparación consistente, se obviaron los datos de ventas de los años 2013 a 2017 ya que el nivel de operaciones se vio afectado por la violación del sistema de datos de la compañía donde se sustrajo información de las tarjetas de crédito y débito de los clientes, la discontinuación de las operaciones en Canadá y la venta del negocio de farmacias.

²² Fernandez, Pablo, Valuation Using Multiples: How Do Analysts Reach Their Conclusions? (October 18, 2017).

Como puede observarse, el R^2 de la regresión es 0,9916, por lo que podemos argumentar que el nivel de crecimiento de la economía es un excelente predictor de las ventas.

Por otro lado, se proyectaron las ventas del canal digital en forma separada, teniendo en cuenta las tasas de crecimiento observadas en los últimos trimestres y el potencial de crecimiento futuro del segmento. Se proyecta que hacia 2027 Target alcance una cuota de mercado en línea del 3%, desde el 1,08% actual.

Inversiones en bienes de capital - "Capex"

Se tendrá en cuenta programa de remodelación de tiendas de la compañía hasta 2019 por \$ 7 mil millones de dólares mencionado en el capítulo "Breve reseña histórica". En 2017 la inversión en CAPEX ascendió a \$ 2,533 millones de dólares respecto a \$ 1,547 millones de dólares en 2016. La compañía espera que las inversiones asciendan a \$ 3,500 millones de dólares en 2018 a medida que se acelera el proceso de remodelación de tiendas²³.

Depreciaciones y amortizaciones

En 2017 la compañía aceleró la depreciación en función del plan de remodelación de las tiendas alcanzando un ratio sobre los activos fijos netos de 8,90%, de un 8% en 2016. Hasta 2019 se tomará un ratio que refleje proporcionalmente el plan. Para los años siguientes se aplicará el promedio histórico.

Costo de ventas, SG&E

A partir del análisis de los Balances históricos, los ratios de costos de ventas y gastos de administración, ventas y generales sobre las ventas de cada año han tenido un comportamiento muy estable en los últimos años. En función de ello, se tomarán los promedios históricos sobre ventas.

Provisión para impuestos a las ganancias

La compañía estima una tasa efectiva de impuesto a las ganancias entre 22% y 25%²⁴ debido a la aplicación de la nueva Ley de Impuesto a la Renta sancionada en diciembre de 2017 por la actual administración. Dicha ley, reduce la alícuota de 35% a 21%. De ésta manera, se estima que la tasa efectiva de impuesto a las ganancias para los siguientes años sea 23,5%.

²³ Target 2017 Annual Report

²⁴ Target 2017 Annual Report.

Recompra de acciones

Se respetará el programa de recompra de acciones aprobado por el Directorio de la compañía en septiembre de 2016 por \$ 5 mil millones de dólares²⁵. Al cierre del ejercicio 2017 se recompraron 21,3 millones de acciones por un total de \$ 1,3 mil millones de dólares, quedando pendientes de cumplimiento \$ 3,7 mil millones. Una vez ejecutado, no se proyectarán nuevos programas de recompra.

Dividendos

Para los primeros 3 años de la proyección, momento en donde finaliza el programa de recompra de acciones aprobado por el Directorio, se aplicará el promedio de los últimos 3 años sobre ganancia neta. Luego se aplicará un ratio que refleje la estructura de capital de la compañía.

La compañía tiene la política de pagar dividendos en forma trimestral desde su salida a oferta pública en 1967²⁶.

Inventario y Cuentas a Pagar

Respecto de los Inventarios, para su proyección se toma el promedio total de días en términos de Costo de Mercadería Vendida (COGS) de los últimos años.

Durante el ejercicio 2017 la compañía estiró el plazo promedio de pago a proveedores con el objetivo de calzar con los días de rotación de inventarios. La compañía manifestó que continuará manteniendo ésta relación²⁷, por lo que se tomará como días de pago a proveedores los días de rotación de inventarios, calzando ambos plazos.

Leasings Operativos

Se procedió a capitalizar aquellos *leasings* operativos, computando asimismo el interés implícito correspondiente como si se hubieran financiado con deuda. Para ello se tomaron los valores informados por la compañía en el balance, tanto para el valor de los activos como de los intereses.

Cálculo de los Flujos de Fondos

Una vez proyectados todos los estados financieros de la compañía en función a las variables mencionadas anteriormente, se calculó el Flujo de Fondos Libre:

²⁵ Ídem.

²⁶ Ídem.

²⁷ Target Annual Report pág. 27.

EBIT (Ganancia antes de intereses e Impuestos)

+ Ajuste por Intereses de Leasing Operativos

= EBIT Ajustado

- Impuesto a las ganancias Operativo

= Resultado Operativo después de Impuestos

+ Depreciaciones y amortizaciones

Δ Capital de Trabajo

- Inversiones en bienes de capital - "CAPEX²⁸"

Δ Activos Operativos de largo plazo Netos

Δ Leasing Operativos capitalizados

= **FLUJO DE FONDOS LIBRES**

Posteriormente, se calculó el Valor Terminal a partir del flujo de fondos libre del último año proyectado (2027), tomando una tasa de crecimiento de largo plazo de 3,5% y un Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC) de 7,956%, cuya determinación veremos en el próximo apartado.

Determinación de la tasa de descuento

A partir de las definiciones realizadas en el apartado del marco teórico, descontaremos el Flujo de Fondos Libres al Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC):

$$WACC = \frac{D}{(D+E)} K_d (1 - t) + \frac{E}{(D+E)} K_e$$

Donde:

- D: deuda.
- E: capital propio.
- K_e : costo del capital propio.
- K_d : costo de la deuda.
- T: tasa de impuesto a las ganancias = 23,5%.

²⁸ Bienes de capital.

Deuda

Se utilizó el valor en libros de la deuda cuyo monto al cierre del último balance (03/02/2018) asciende a:

| | |
|--|---------------|
| Porción corriente de la deuda de largo plazo | 270 |
| Deuda de largo plazo | 11.317 |
| Leasing Operativo Capitalizado | 1.339 |
| Total Deuda al 03/02/2018 | 12.926 |

Capital Propio

Se utilizó el valor de mercado calculado a partir del valor de la acción a fecha de cierre de balance multiplicado por la cantidad de acciones en circulación:

| | |
|---|---------------|
| Acciones en circulación | 541.681.670 |
| Precio a cierre de balance | 73,39 |
| Capital propio a valor de mercado* | 39.755 |

*millones de usd

Costo de la Deuda K_d

Para el costo de la deuda se tomó la TIR²⁹ del bono de Target con vencimiento más largo. En la página web de FINRA ("Financial Industry Regulatory Authority") podemos encontrar que el bono más largo es con vencimiento en 2047 con una TIR de **4,365%**³⁰.

Costo de Capital Propio K_e

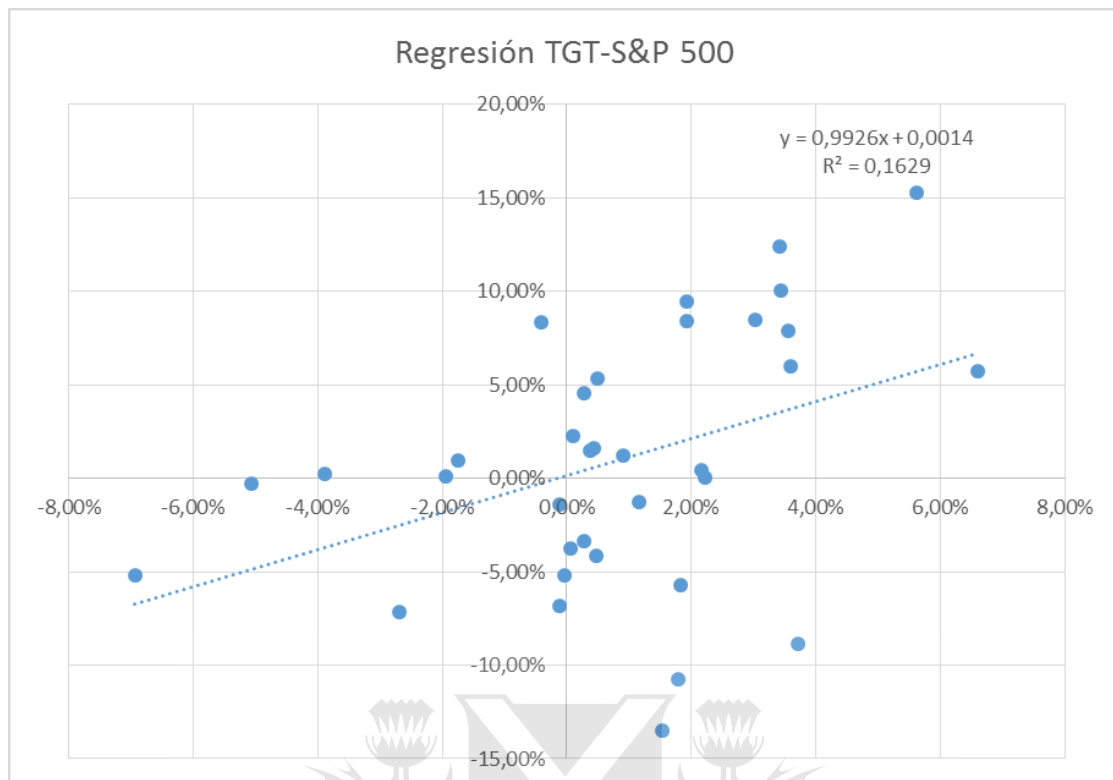
Utilizamos el modelo CAPM para determinar el costo de capital propio. Para ello, tomamos como tasa libre de riesgo la tasa de los Treasury STRIPS a 10 años del gobierno de los EEUU, siendo la misma 3,14% (octubre de 2018)³¹. Asimismo, tomamos como retorno esperado del mercado el retorno histórico, debido al contexto de bajas tasas. El mismo se ubica en torno al 9,5% anual.

Por otro lado, para determinar Beta regresamos los retornos mensuales de los últimos 3 años de la acción contra los retornos del Índice S&P 500. El resultado de la regresión arroja que la pendiente de la curva (beta) es igual a 0,9926:

²⁹ TIR: Tasa interna de retorno.

³⁰ Fuente: <http://finra-markets.morningstar.com/BondCenter/WatchList.jsp>

³¹ Fuente: <http://finra-markets.morningstar.com/BondCenter/Default.jsp>



Aplicando la fórmula de CAPM llegamos al costo del capital propio de Target de **9,45%**.

WACC

Con todos los datos determinados anteriormente y aplicando la fórmula llegamos al Costo Promedio Ponderado del Capital de **7,956%**.

Valor de la Firma

Por último, descontamos el Flujo de Fondos Libres y el Valor Terminal al Costo Promedio Ponderado del Capital para obtener el Valor de la Firma.

Asimismo, se le resta el valor de la deuda y se adiciona la caja en exceso para llegar al valor del capital, que dividido por las acciones en circulación arroja un resultado por acción de USD 85.

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Valor de la Firma | 56.342 |
| Deuda | (12.926) |
| Caja y equivalentes | 2.643 |
| Valor del Capital | 46.059 |
| Acciones en circulación | 541.681.670 |
| Valor por acción (USD) | 85 |

Proyecciones

(cifras en millones de USD)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ventas | 76.757 | 82.162 | 87.446 | 92.751 | 98.146 | 103.487 | 109.013 | 114.401 | 119.576 | 124.711 |
| Costo de Ventas (COGS) | (54.406) | (58.238) | (61.984) | (65.744) | (69.567) | (73.353) | (77.270) | (81.090) | (84.758) | (88.397) |
| Gastos de Adm y Comerc (SG&A) | (15.074) | (16.136) | (17.173) | (18.215) | (19.275) | (20.323) | (21.409) | (22.467) | (23.483) | (24.492) |
| Depreciaciones y Amortizaciones* | (2.226) | (2.400) | (2.194) | (2.335) | (2.477) | (2.621) | (2.763) | (2.911) | (3.055) | (3.193) |
| EBIT | 5.050 | 5.388 | 6.096 | 6.457 | 6.827 | 7.189 | 7.571 | 7.934 | 8.281 | 8.629 |
| Intereses por Leasing Operativo | 97 | 100 | 97 | 96 | 93 | 91 | 88 | 86 | 84 | 81 |
| EBIT Ajustado | 5.147 | 5.489 | 6.193 | 6.553 | 6.920 | 7.280 | 7.659 | 8.020 | 8.364 | 8.710 |
| Impuesto a las ganancias | (1.210) | (1.290) | (1.455) | (1.540) | (1.626) | (1.711) | (1.800) | (1.885) | (1.966) | (2.047) |
| Resultado Operativo después de Impuestos | 3.937 | 4.199 | 4.737 | 5.013 | 5.294 | 5.569 | 5.859 | 6.135 | 6.399 | 6.663 |

Universidad de
San Andrés

| <i>(cifras en millones de USD)</i> | | | | | | | | | | | |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | Perpetuidad |
| Resultado Operativo después de Imp. | 3.937 | 4.199 | 4.737 | 5.013 | 5.294 | 5.569 | 5.859 | 6.135 | 6.399 | 6.663 | |
| Depreciaciones y amortizaciones | 2.503 | 2.699 | 2.467 | 2.625 | 2.785 | 2.947 | 3.107 | 3.273 | 3.435 | 3.590 | |
| Flujo de Fondos Bruto | 6.440 | 6.898 | 7.204 | 7.638 | 8.079 | 8.516 | 8.966 | 9.408 | 9.833 | 10.253 | - |

| | | | | | | | | | | | |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--|
| Δ Capital de Trabajo | 983 | 783 | 169 | (1.031) | (1.158) | (1.327) | (1.429) | (1.625) | (1.839) | (2.000) | |
| Inversiones en CAPEX | (4.183) | (4.300) | (4.051) | (4.199) | (4.372) | (4.498) | (4.705) | (4.804) | (4.873) | (4.997) | |
| Δ Leasing Operativos capitalizados | (277) | (56) | 56 | 24 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | |
| Δ Goodwill y activos intangibles | (19) | (25) | (25) | (25) | (25) | (25) | (26) | (25) | (24) | (24) | |
| Δ Activos Operat. largo plazo Netos | (48) | 75 | 73 | 74 | 75 | 74 | 77 | 75 | 72 | 71 | |
| Inversión Bruta | (3.543) | (3.523) | (3.778) | (5.158) | (5.441) | (5.735) | (6.043) | (6.339) | (6.625) | (6.910) | |

| | | | | | | | | | | | |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Flujo de Fondos Libre | 2.897 | 3.375 | 3.426 | 2.481 | 2.638 | 2.780 | 2.923 | 3.069 | 3.208 | 3.343 | 77.658 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|

| | | | | | | | | | | | |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Costo del Capital (WACC) | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% |
| Factor de Descuento | 0,9263 | 0,8580 | 0,7948 | 0,7362 | 0,6820 | 0,6317 | 0,5852 | 0,5420 | 0,5021 | 0,4651 | 0,4651 |
| FFL descontado | 2.684 | 2.896 | 2.723 | 1.826 | 1.799 | 1.756 | 1.710 | 1.663 | 1.611 | 1.555 | 36.118 |

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Valor de la Firma | 56.342 |
| Deuda | (12.926) |
| Caja y equivalentes | 2.643 |
| Valor del Capital | 46.059 |
| Acciones en circulación | 541.681.670 |
| Valor por acción (USD) | 85 |

Análisis de sensibilidad

Con el fin de tener una apreciación del cambio del valor de la acción ante una modificación de los supuestos de las proyecciones, se definieron dos escenarios adicionales: uno optimista y otro pesimista.

Escenario optimista

Target logra apalancarse en el crecimiento de la economía de Estados Unidos mediante una estrategia de expansión exitosa, logrando un incremento de sus ventas en tiendas en un punto porcentual adicional por encima del crecimiento de la actividad. Asimismo, su extensa red de sucursales y centros de distribución, junto con el apoyo de sus dos nuevas subsidiarias tecnológicas Grand Junction y Shipt, le permiten captar mayor participación de mercado en el canal digital, llegando al 9% de la cuota total hacia 2027.

Escenario pesimista

Target no logra desarrollar el canal digital y pierde participación de mercado en manos de Amazon. Las ventas en tiendas se mantienen al ritmo de crecimiento de la economía.

Asimismo, se incorpora un incremento del costo de la mano de obra del 5%, provocando un efecto negativo en la rentabilidad.

Resumen de resultados

En función de los escenarios planteados, vemos que el valor de la acción arroja un resultado de USD 68 en el escenario pesimista y USD 117 en el optimista.

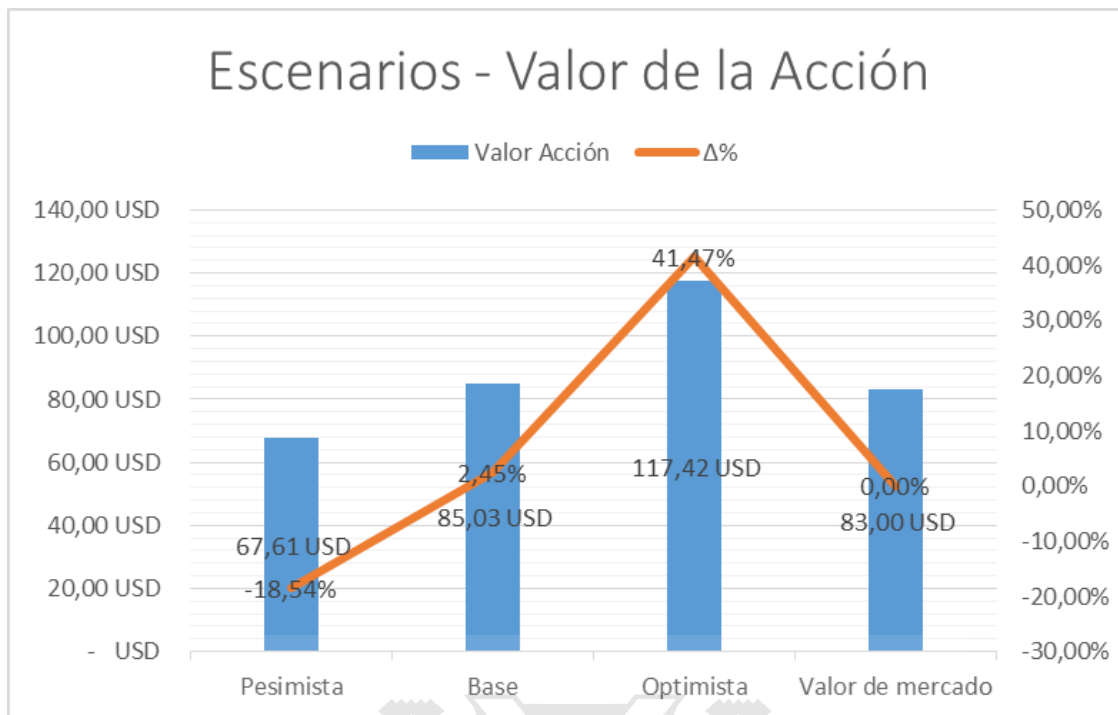
Asimismo, en el gráfico podemos comparar con el valor por acción obtenido en el escenario base y respecto del valor de mercado actual (15/11/2018). Vemos que éste último es similar al resultado obtenido en el escenario base. En el caso del escenario optimista, vemos que se encuentra un 41% aproximadamente por encima del valor de mercado mientras que el pesimista está 18% aproximadamente por debajo.

Escenario Pesimista

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Valor de la Firma | 46.908 |
| Deuda | (12.926) |
| Caja y equivalentes | 2.643 |
| Valor del Capital | 36.625 |
| Acciones en circulación | 541.681.670 |
| Valor por acción (USD) | 68 |

Escenario Optimista

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Valor de la Firma | 73.886 |
| Deuda | (12.926) |
| Caja y equivalentes | 2.643 |
| Valor del Capital | 63.603 |
| Acciones en circulación | 541.681.670 |
| Valor por acción (USD) | 117 |



Método de valuación por múltiplos

Compañías comparables

Dentro de las compañías comparables podemos encontrar a Walmart (WMT), The Kroger (KR), Costco Wholesale (COST), Best Buy (BBY), Dollar General (DG), The Home Depot (HD), Kohl's (KSS), Lowe's (LOW), Macy's (M) y Amazon.com (AMZN).

En el cuadro adjunto encontramos el valor de la firma (“Enterprise Value” – EV), el EBITDA (ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, por sus siglas en inglés), el cálculo del múltiplo EV/EBITDA, la ganancia por acción (EPS, por sus siglas en inglés) y el múltiplo P/E (Price/Earnings Ratio o precio de la acción sobre ganancia por acción). Asimismo, al final del cuadro encontramos el promedio y la mediana de todas las compañías comparables:

| Compañía | EV | EBITDA | EV/EBITDA | EPS* | P/E |
|----------|---------|--------|-----------|------|-------|
| WMT | 318.620 | 32.640 | 9,76 | 3,29 | 54,24 |
| KR | 35.600 | 5.040 | 7,06 | 2,11 | 6,17 |
| COST | 96.730 | 5.820 | 16,62 | 6,11 | 32,01 |
| BBY | 17.770 | 2.700 | 6,58 | 3,33 | 20,14 |
| DG | 29.590 | 2.510 | 11,79 | 5,64 | 16,29 |
| HD | 239.100 | 17.260 | 13,85 | 7,33 | 22,69 |
| KSS | 14.980 | 2.480 | 6,04 | 5,14 | 12,69 |
| LOW | 97.810 | 8.050 | 12,15 | 4,09 | 22,16 |
| M | 14.370 | 2.630 | 5,46 | 5,07 | 6,01 |

| | | | | | |
|------|---------|--------|-------|------|-------|
| AMZN | 879.130 | 20.630 | 42,61 | 6,32 | 139,7 |
| TGT | 55.340 | 6.840 | 8,09 | 5,35 | 14,37 |

| | | | | | |
|----------|--|--|-------|--|-------|
| Promedio | | | 12,73 | | 31,50 |
| Mediana | | | 9,76 | | 20,14 |

Fuente: <https://finance.yahoo.com/> y <https://www.sec.gov/>

*Último balance anual

Para evitar que el promedio esté afectado por los ratios de Amazon (AMZN), se tomó para los cálculos la mediana del grupo de comparables.

Valuación por múltiplo EV/EBITA

Para dicha valuación se tomó el EBITDA de Target de USD 6.840 millones con un rango desde USD 5.840 a USD 7.840 millones. Asimismo, se tomó la mediana del múltiplo EV/EBITDA de 9,76X con un rango desde 7,76X a 11,76X.

Por último, para llegar al valor por acción debemos adicionar la Caja, sustraer el valor de la deuda y dividir por la cantidad de acciones en circulación.

A continuación observamos los resultados finales, que arrojan un valor por acción final de USD 107:

| | | Múltiplo EV/EBITDA | | | | |
|--------|-------|--------------------|-------|-------|--------|--------|
| | | 7,76X | 8,76X | 9,76X | 10,76X | 11,76X |
| EBITDA | 5.840 | 67 | 78 | 89 | 100 | 111 |
| | 6.340 | 74 | 86 | 98 | 110 | 122 |
| | 6.840 | 81 | 94 | 107 | 120 | 133 |
| | 7.340 | 89 | 103 | 117 | 131 | 145 |
| | 7.840 | 96 | 111 | 126 | 141 | 156 |

Valuación por múltiplo P/E

Partiendo de la ganancia por acción reportada por la compañía en el último balance anual de USD 5,35, se tomó un rango desde USD 4,35 hasta USD 6,35. Respetando el mismo criterio, se utilizó la mediana del múltiplo P/E de 20 con un rango desde 17 a 23.

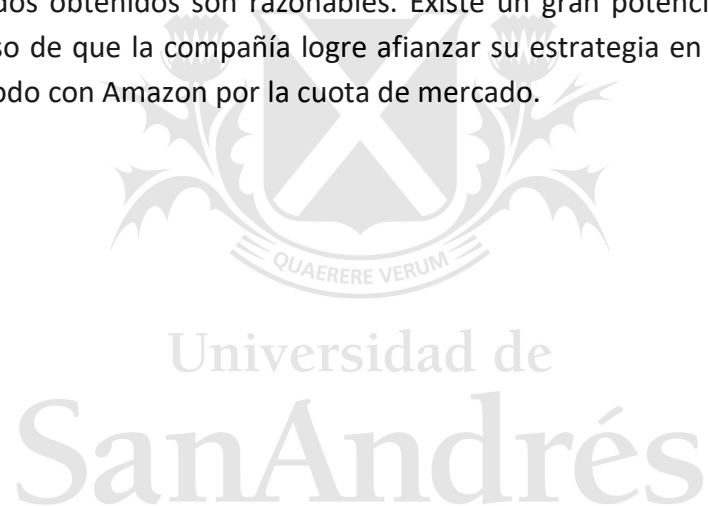
Multiplicando ambos datos arroja un valor por acción de USD 107, similar al resultado obtenido por el múltiplo EV/EBITDA.

| | | Múltiplo P/E | | | | |
|-----|------|--------------|-------|-----|-------|-----|
| | | 17X | 18,5X | 20X | 21,5X | 23X |
| EPS | 4,35 | 74 | 80 | 87 | 94 | 100 |
| | 4,85 | 82 | 90 | 97 | 104 | 112 |
| | 5,35 | 91 | 99 | 107 | 115 | 123 |
| | 5,85 | 99 | 108 | 117 | 126 | 135 |
| | 6,35 | 108 | 117 | 127 | 137 | 146 |

Conclusión

Como podemos observar, ambos métodos de valuación por múltiplos arrojan resultados muy similares y superiores al resultado obtenido a través del método de descuento de flujos de fondos de USD 85, en el escenario base.

Si observamos el precio de la acción en el mercado actual de USD 83 y su comportamiento en los últimos meses con un máximo de USD 90,39, podemos concluir que los resultados obtenidos son razonables. Existe un gran potencial de suba de la acción en el caso de que la compañía logre afianzar su estrategia en el canal digital y pelear codo a codo con Amazon por la cuota de mercado.



Anexo 1 – Estado de Situación Patrimonial proyectado – Escenario base

| (cifras en millones de USD) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Activos | | | | | | | | | | |
| Caja y Equivalentes | \$1.604 | \$1.000 | \$1.007 | \$2.215 | \$3.552 | \$5.057 | \$6.669 | \$8.473 | \$10.484 | \$12.655 |
| Inventario | 9.027 | 9.663 | 10.285 | 10.908 | 11.543 | 12.171 | 12.821 | 13.455 | 14.063 | 14.667 |
| Otros activos corrientes | 1.283 | 1.373 | 1.462 | 1.550 | 1.640 | 1.730 | 1.822 | 1.912 | 1.999 | 2.084 |
| Total Activos Corrientes | 11.914 | 12.036 | 12.753 | 14.673 | 16.735 | 18.957 | 21.312 | 23.840 | 26.546 | 29.406 |
| Bienes de Uso | | | | | | | | | 0 | 0 |
| Terrenos | 6.626 | 7.093 | 7.549 | 8.007 | 8.473 | 8.934 | 9.411 | 9.876 | 10.323 | 10.766 |
| Edificios y mejoras | 30.409 | 32.551 | 34.645 | 36.746 | 38.883 | 40.999 | 43.189 | 45.324 | 47.374 | 49.408 |
| Accesorios y equipos | 6.041 | 6.467 | 6.883 | 7.300 | 7.725 | 8.145 | 8.580 | 9.004 | 9.411 | 9.816 |
| Equipos de computación y software | 2.876 | 3.079 | 3.277 | 3.476 | 3.678 | 3.878 | 4.085 | 4.287 | 4.481 | 4.673 |
| Construcciones en progreso | 345 | 370 | 393 | 417 | 442 | 466 | 491 | 515 | 538 | 561 |
| Depreciación Acumulada | (19.324) | (20.684) | (22.015) | (23.350) | (24.708) | (26.053) | (27.444) | (28.801) | (30.104) | (31.396) |
| Bienes de Uso Neto | 26.975 | 28.875 | 30.732 | 32.596 | 34.492 | 36.369 | 38.311 | 40.205 | 42.023 | 43.828 |
| Otros activos no corrientes | 1.437 | 1.494 | 1.550 | 1.605 | 1.662 | 1.718 | 1.776 | 1.833 | 1.888 | 1.942 |
| Total Activos | 40.326 | 42.405 | 45.035 | 48.875 | 52.889 | 57.045 | 61.400 | 65.878 | 70.457 | 75.176 |
| Pasivo | | | | | | | | | 0 | 0 |
| Cuentas por pagar | \$9.027 | \$9.663 | \$10.285 | \$10.908 | \$11.543 | \$12.171 | \$12.821 | \$13.455 | \$14.063 | \$14.667 |
| Otros pasivos corrientes | 4.269 | 4.569 | 4.863 | 5.158 | 5.458 | 5.755 | 6.063 | 6.362 | 6.650 | 6.936 |
| Parte corriente deuda a largo plazo | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 |
| Total Pasivo Corriente | 13.566 | 14.502 | 15.418 | 16.337 | 17.271 | 18.196 | 19.154 | 20.087 | 20.984 | 21.873 |
| Deuda a largo plazo | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 |
| Impuesto a las ganancias diferido | 859 | 925 | 1.061 | 1.131 | 1.203 | 1.273 | 1.346 | 1.417 | 1.484 | 1.551 |
| Otros pasivos no corrientes | 2.010 | 2.081 | 2.150 | 2.220 | 2.291 | 2.361 | 2.435 | 2.506 | 2.573 | 2.639 |
| Nueva deuda emitida | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Total Pasivo No Corriente | 14.186 | 14.323 | 14.529 | 14.668 | 14.811 | 14.951 | 15.098 | 15.239 | 15.374 | 15.507 |
| Patrimonio Neto | | | | | | | | | | |
| Acciones ordinarias | 44 | 43 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| Capital adicional | 6.178 | 6.497 | 6.817 | 7.137 | 7.456 | 7.776 | 8.096 | 8.415 | 8.735 | 9.055 |
| Ganancias Retenidas | 7.100 | 7.787 | 8.976 | 11.439 | 14.057 | 16.827 | 19.757 | 22.841 | 26.070 | 29.446 |
| Otras pérdidas acumuladas | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) |
| Total Patrimonio Neto | 12.574 | 13.580 | 15.088 | 17.870 | 20.808 | 23.898 | 27.148 | 30.551 | 34.100 | 37.796 |
| Total Pasivo más Patrimonio Neto | 40.326 | 42.405 | 45.035 | 48.875 | 52.889 | 57.045 | 61.400 | 65.878 | 70.457 | 75.176 |

Anexo 2 - Estado de Resultados proyectado – Escenario base

(cifras en millones de USD)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Ventas | 76.757 | 82.162 | 87.446 | 92.751 | 98.146 | 103.487 | 109.013 | 114.401 | 119.576 | 124.711 |
| Costo Mercadería Vendida | 54.406 | 58.238 | 61.984 | 65.744 | 69.567 | 73.353 | 77.270 | 81.090 | 84.758 | 88.397 |
| Margen Bruto | 22.350 | 23.924 | 25.463 | 27.007 | 28.578 | 30.133 | 31.743 | 33.312 | 34.818 | 36.313 |
| Gastos de Adm. y Comerc. (SG&A) | 15.074 | 16.136 | 17.173 | 18.215 | 19.275 | 20.323 | 21.409 | 22.467 | 23.483 | 24.492 |
| Depreciaciones y amortizaciones | 2.226 | 2.400 | 2.194 | 2.335 | 2.477 | 2.621 | 2.763 | 2.911 | 3.055 | 3.193 |
| Resultado operativo antes de int. e imp. | 5.050 | 5.388 | 6.096 | 6.457 | 6.827 | 7.189 | 7.571 | 7.934 | 8.281 | 8.629 |
| Intereses | 605 | 605 | 605 | 605 | 605 | 605 | 605 | 605 | 605 | 605 |
| Resultado antes de impuestos | 4.445 | 4.783 | 5.490 | 5.852 | 6.222 | 6.584 | 6.965 | 7.329 | 7.675 | 8.024 |
| Provisión para impuesto a las ganancias | 1.045 | 1.124 | 1.290 | 1.375 | 1.462 | 1.547 | 1.637 | 1.722 | 1.804 | 1.886 |
| Ganancia Neta de operaciones continuas | 3.400 | 3.659 | 4.200 | 4.477 | 4.760 | 5.037 | 5.328 | 5.606 | 5.872 | 6.138 |
| Ganancia Neta | 3.400 | 3.659 | 4.200 | 4.477 | 4.760 | 5.037 | 5.328 | 5.606 | 5.872 | 6.138 |

Universidad de
San Andrés

Anexo 3 – Proyecciones - Escenario optimista

(cifras en millones de USD)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ventas | 77.792 | 85.222 | 93.594 | 103.425 | 115.150 | 128.875 | 144.368 | 156.253 | 166.569 | 176.606 |
| Costo de Ventas (COGS) | (55.140) | (60.407) | (66.341) | (73.310) | (81.620) | (91.349) | (102.330) | (110.755) | (118.067) | (125.182) |
| Gastos de Adm. y Comerc. (SG&A) | (15.277) | (16.737) | (18.381) | (20.311) | (22.614) | (25.309) | (28.352) | (30.686) | (32.712) | (34.683) |
| Depreciaciones y Amortizaciones | (2.226) | (2.433) | (2.275) | (2.499) | (2.762) | (3.075) | (3.441) | (3.855) | (4.172) | (4.448) |
| EBIT | 5.148 | 5.646 | 6.597 | 7.305 | 8.154 | 9.142 | 10.244 | 10.957 | 11.618 | 12.294 |
| Intereses por Leasing Operativo | 97 | 100 | 97 | 96 | 93 | 91 | 88 | 86 | 84 | 81 |
| EBIT Ajustado | 5.245 | 5.746 | 6.694 | 7.401 | 8.247 | 9.233 | 10.333 | 11.043 | 11.701 | 12.375 |
| Impuesto a las ganancias | (1.233) | (1.350) | (1.573) | (1.739) | (1.938) | (2.170) | (2.428) | (2.595) | (2.750) | (2.908) |
| Resultado Operativo después de Impuestos | 4.013 | 4.396 | 5.121 | 5.662 | 6.309 | 7.063 | 7.904 | 8.448 | 8.951 | 9.467 |

| <i>(cifras en millones de USD)</i> | | | | | | | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | Perpetuidad |
| Resultado Operativo después de Impuestos | 4.013 | 4.396 | 5.121 | 5.662 | 6.309 | 7.063 | 7.904 | 8.448 | 8.951 | 9.467 | |
| Depreciaciones y amortizaciones totales | 2.503 | 2.735 | 2.559 | 2.810 | 3.105 | 3.457 | 3.869 | 4.334 | 4.691 | 5.001 | |
| Flujo de Fondos Bruto | 6.515 | 7.131 | 7.679 | 8.471 | 9.414 | 10.520 | 11.773 | 12.782 | 13.642 | 14.468 | - |

| | | | | | | | | | | | |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--|
| Δ Capital de Trabajo | 1.273 | 1.329 | 545 | 327 | 390 | 456 | 515 | (385) | (1.573) | (1.950) | |
| Inversiones en CAPEX | (4.547) | (5.044) | (5.218) | (5.954) | (6.882) | (7.898) | (8.886) | (8.032) | (7.797) | (7.975) | |
| Δ Leasing Operativos capitalizados | (277) | (56) | 56 | 24 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | |
| Δ Goodwill y activos intangibles | (24) | (35) | (39) | (46) | (54) | (64) | (72) | (55) | (48) | (47) | |
| Δ Activos Operativos de largo plazo Netos | (33) | 103 | 116 | 136 | 163 | 190 | 215 | 165 | 143 | 139 | |
| Inversión Bruta | (3.608) | (3.702) | (4.540) | (5.513) | (6.344) | (7.275) | (8.188) | (8.267) | (9.235) | (9.793) | |

| | | | | | | | | | | | |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Flujo de Fondos Libre | 2.908 | 3.429 | 3.139 | 2.959 | 3.070 | 3.245 | 3.586 | 4.515 | 4.408 | 4.675 | 108.583 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|

| | | | | | | | | | | | |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Costo del Capital (WACC) | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% |
| Factor de Descuento | 0,9263 | 0,8580 | 0,7948 | 0,7362 | 0,6820 | 0,6317 | 0,5852 | 0,5420 | 0,5021 | 0,4651 | 0,4651 |
| FFL descontado | 2.693 | 2.942 | 2.495 | 2.178 | 2.094 | 2.050 | 2.098 | 2.447 | 2.213 | 2.174 | 50.501 |

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Valor de la Firma | 73.886 |
| Deuda | (12.926) |
| Caja y equivalentes | 2.643 |
| Valor del Capital | 63.603 |
| Acciones en circulación | 541.681.670 |
| Valor por acción (USD) | 117 |

Anexo 4 – Estado de Situación Patrimonial proyectado – Escenario optimista

(cifras en millones de USD)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Activos | | | | | | | | | | |
| Caja y Equivalentes | \$1.348 | \$267 | \$0 | \$0 | \$0 | \$0 | \$0 | \$780 | \$2.696 | \$4.980 |
| Inventario | 9.149 | 10.023 | 11.008 | 12.164 | 13.543 | 15.157 | 16.979 | 18.377 | 19.590 | 20.771 |
| Otros activos corrientes | 1.300 | 1.424 | 1.564 | 1.729 | 1.925 | 2.154 | 2.413 | 2.612 | 2.784 | 2.952 |
| Total Activos Corrientes | 11.798 | 11.714 | 12.572 | 13.892 | 15.467 | 17.311 | 19.392 | 21.769 | 25.070 | 28.702 |
| Bienes de Uso | | | | | | | | | 0 | 0 |
| Terrenos | 6.716 | 7.357 | 8.080 | 8.929 | 9.941 | 11.126 | 12.463 | 13.489 | 14.380 | 15.246 |
| Edificios y mejoras | 30.820 | 33.763 | 37.080 | 40.975 | 45.620 | 51.058 | 57.196 | 61.905 | 65.991 | 69.968 |
| Accesorios y equipos | 6.123 | 6.708 | 7.367 | 8.140 | 9.063 | 10.143 | 11.363 | 12.298 | 13.110 | 13.900 |
| Equipos de computación y software | 2.915 | 3.193 | 3.507 | 3.876 | 4.315 | 4.829 | 5.410 | 5.855 | 6.242 | 6.618 |
| Construcciones en progreso | 350 | 383 | 421 | 465 | 518 | 580 | 650 | 703 | 750 | 795 |
| Depreciación Acumulada | (19.584) | (21.455) | (23.563) | (26.038) | (28.989) | (32.445) | (36.345) | (39.337) | (41.934) | (44.461) |
| Bienes de Uso Neto | 27.339 | 29.950 | 32.893 | 36.348 | 40.468 | 45.292 | 50.736 | 54.913 | 58.539 | 62.066 |
| Otros activos no corrientes | 1.448 | 1.526 | 1.614 | 1.718 | 1.841 | 1.985 | 2.148 | 2.273 | 2.382 | 2.487 |
| Total Activos | 40.585 | 43.190 | 47.079 | 51.958 | 57.776 | 64.588 | 72.276 | 78.955 | 85.990 | 93.255 |
| Pasivo | | | | | | | | | 0 | 0 |
| Cuentas por pagar | \$9.149 | \$10.023 | \$11.008 | \$12.164 | \$13.543 | \$15.157 | \$16.979 | \$18.377 | \$19.590 | \$20.771 |
| Otros pasivos corrientes | 4.326 | 4.740 | 5.205 | 5.752 | 6.404 | 7.167 | 8.029 | 8.690 | 9.264 | 9.822 |
| Parte corriente deuda a largo plazo | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 |
| Total Pasivo Corriente | 13.745 | 15.033 | 16.483 | 18.186 | 20.217 | 22.594 | 25.278 | 27.337 | 29.124 | 30.863 |
| Deuda a largo plazo | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 |
| Impuesto a las ganancias diferido | 878 | 974 | 1.158 | 1.291 | 1.457 | 1.649 | 1.861 | 1.997 | 2.129 | 2.259 |
| Otros pasivos no corrientes | 2.029 | 2.139 | 2.266 | 2.420 | 2.610 | 2.837 | 3.098 | 3.291 | 3.454 | 3.613 |
| Nueva deuda emitida | 0 | 0 | 411 | 170 | 109 | 215 | 376 | 0 | 0 | 0 |
| Total Pasivo No Corriente | 14.224 | 14.430 | 15.151 | 15.198 | 15.493 | 16.018 | 16.652 | 16.605 | 16.900 | 17.189 |
| Patrimonio Neto | | | | | | | | | | |
| Acciones ordinarias | 44 | 43 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| Capital adicional | 6.178 | 6.497 | 6.817 | 7.137 | 7.456 | 7.776 | 8.096 | 8.415 | 8.735 | 9.055 |
| Ganancias Retenidas | 7.140 | 7.935 | 9.333 | 12.143 | 15.315 | 18.905 | 22.956 | 27.303 | 31.936 | 36.854 |
| Otras pérdidas acumuladas | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) |
| Total Patrimonio Neto | 12.615 | 13.728 | 15.445 | 18.574 | 22.066 | 25.975 | 30.346 | 35.013 | 39.966 | 45.204 |
| Total Pasivo más Patrimonio Neto | 40.585 | 43.190 | 47.079 | 51.958 | 57.776 | 64.588 | 72.276 | 78.955 | 85.990 | 93.255 |

Anexo 5 - Estado de Resultados proyectado – Escenario optimista

(cifras en millones de USD)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ventas | 77.792 | 85.222 | 93.594 | 103.425 | 115.150 | 128.875 | 144.368 | 156.253 | 166.569 | 176.606 |
| Costo Mercadería Vendida | 55.140 | 60.407 | 66.341 | 73.310 | 81.620 | 91.349 | 102.330 | 110.755 | 118.067 | 125.182 |
| Margen Bruto | 22.651 | 24.815 | 27.253 | 30.116 | 33.530 | 37.526 | 42.037 | 45.498 | 48.502 | 51.425 |
| Gastos de Adm. y Comerc. (SG&A) | 15.277 | 16.737 | 18.381 | 20.311 | 22.614 | 25.309 | 28.352 | 30.686 | 32.712 | 34.683 |
| Depreciaciones y amortizaciones | 2.226 | 2.433 | 2.275 | 2.499 | 2.762 | 3.075 | 3.441 | 3.855 | 4.172 | 4.448 |
| Resultado operativo antes de int. e imp. | 5.148 | 5.646 | 6.597 | 7.305 | 8.154 | 9.142 | 10.244 | 10.957 | 11.618 | 12.294 |
| Intereses | 605 | 605 | 605 | 627 | 614 | 611 | 617 | 625 | 605 | 605 |
| Resultado antes de impuestos | 4.543 | 5.041 | 5.991 | 6.678 | 7.540 | 8.531 | 9.628 | 10.332 | 11.012 | 11.689 |
| Provisión para impuesto a las ganancias | 1.068 | 1.185 | 1.408 | 1.569 | 1.772 | 2.005 | 2.263 | 2.428 | 2.588 | 2.747 |
| Ganancia Neta de operaciones continuas | 3.475 | 3.856 | 4.583 | 5.109 | 5.768 | 6.526 | 7.365 | 7.904 | 8.425 | 8.942 |
| Ganancia Neta | 3.475 | 3.856 | 4.583 | 5.109 | 5.768 | 6.526 | 7.365 | 7.904 | 8.425 | 8.942 |

Universidad de
San Andrés

Anexo 6 – Proyecciones - Escenario pesimista

(cifras en millones de USD)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ventas | 75.729 | 79.600 | 82.942 | 86.036 | 89.224 | 92.598 | 96.170 | 99.886 | 103.614 | 107.614 |
| Costo de Ventas (COGS) | (53.678) | (56.422) | (58.791) | (60.984) | (63.243) | (65.635) | (68.167) | (70.801) | (73.443) | (76.279) |
| Gastos de Administración y Comercialización (SG&A) | (15.297) | (16.079) | (16.754) | (17.379) | (18.023) | (18.705) | (19.426) | (20.177) | (20.930) | (21.738) |
| Depreciaciones y Amortizaciones* | (2.226) | (2.368) | (2.125) | (2.215) | (2.297) | (2.382) | (2.472) | (2.568) | (2.667) | (2.767) |
| EBIT | 4.528 | 4.731 | 5.272 | 5.458 | 5.660 | 5.876 | 6.104 | 6.340 | 6.573 | 6.831 |
| Intereses por Leasing Operativo | 97 | 100 | 97 | 96 | 93 | 91 | 88 | 86 | 84 | 81 |
| EBIT Ajustado | 4.625 | 4.831 | 5.368 | 5.554 | 5.753 | 5.966 | 6.193 | 6.426 | 6.657 | 6.912 |
| Impuesto a las ganancias | (1.087) | (1.135) | (1.262) | (1.305) | (1.352) | (1.402) | (1.455) | (1.510) | (1.564) | (1.624) |
| Resultado Operativo después de Impuestos | 3.538 | 3.696 | 4.107 | 4.249 | 4.401 | 4.564 | 4.737 | 4.916 | 5.093 | 5.288 |

Universidad de
San Andrés

| <i>(cifras en millones de USD)</i> | | | | | | | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | Perpetuidad |
| Resultado Operativo después de Impuestos | 3.538 | 3.696 | 4.107 | 4.249 | 4.401 | 4.564 | 4.737 | 4.916 | 5.093 | 5.288 | |
| Depreciaciones y amortizaciones totales | 2.503 | 2.663 | 2.390 | 2.490 | 2.583 | 2.679 | 2.780 | 2.887 | 2.999 | 3.111 | |
| Flujo de Fondos Bruto | 6.041 | 6.358 | 6.497 | 6.739 | 6.984 | 7.243 | 7.517 | 7.803 | 8.091 | 8.398 | - |

| | | | | | | | | | | | |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--|
| Δ Capital de Trabajo | 955 | 565 | (112) | (1.323) | (1.379) | (1.410) | (1.442) | (1.494) | (1.588) | (1.609) | |
| Inversiones en CAPEX | (3.822) | (3.729) | (3.300) | (3.302) | (3.418) | (3.568) | (3.728) | (3.874) | (3.977) | (4.172) | |
| Δ Leasing Operativos capitalizados | (277) | (56) | 56 | 24 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | |
| Δ Goodwill y activos intangibles | (14) | (18) | (16) | (14) | (15) | (16) | (17) | (17) | (17) | (19) | |
| Δ Activos Operativos de largo plazo Netos | (62) | 54 | 46 | 43 | 44 | 47 | 50 | 52 | 52 | 56 | |
| Inversión Bruta | (3.220) | (3.184) | (3.325) | (4.573) | (4.728) | (4.907) | (5.097) | (5.293) | (5.490) | (5.704) | |

| | | | | | | | | | | | |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Flujo de Fondos Libre | 2.821 | 3.175 | 3.172 | 2.166 | 2.257 | 2.336 | 2.421 | 2.510 | 2.601 | 2.694 | 62.579 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|

| | | | | | | | | | | | |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Costo del Capital (WACC) | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% | 7,956% |
| Factor de Descuento | 0,9263 | 0,8580 | 0,7948 | 0,7362 | 0,6820 | 0,6317 | 0,5852 | 0,5420 | 0,5021 | 0,4651 | 0,4651 |
| FFL descontado | 2.613 | 2.724 | 2.521 | 1.595 | 1.539 | 1.476 | 1.416 | 1.360 | 1.306 | 1.253 | 29.105 |

| | |
|-------------------------------|---------------|
| Valor de la Firma | 46.908 |
| Deuda | (12.926) |
| Caja y equivalentes | 2.643 |
| Valor del Capital | 36.625 |
| Acciones en circulación | 541.681.670 |
| Valor por acción (USD) | 68 |

Anexo 7 – Estado de Situación Patrimonial proyectado – Escenario pesimista

(cifras en millones de USD)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Activos | | | | | | | | | | |
| Caja y Equivalentes | \$1.598 | \$1.161 | \$1.384 | \$2.811 | \$4.296 | \$5.818 | \$7.379 | \$8.996 | \$10.708 | \$12.449 |
| Inventario | 8.906 | 9.362 | 9.755 | 10.119 | 10.494 | 10.890 | 11.311 | 11.748 | 12.186 | 12.656 |
| Otros activos corrientes | 1.266 | 1.330 | 1.386 | 1.438 | 1.491 | 1.548 | 1.607 | 1.669 | 1.732 | 1.799 |
| Total Activos Corrientes | 11.770 | 11.854 | 12.526 | 14.367 | 16.281 | 18.256 | 20.296 | 22.413 | 24.625 | 26.904 |
| Bienes de Uso | | | | | | | | | 0 | 0 |
| Terrenos | 6.538 | 6.872 | 7.160 | 7.427 | 7.703 | 7.994 | 8.302 | 8.623 | 8.945 | 9.290 |
| Edificios y mejoras | 30.002 | 31.536 | 32.860 | 34.086 | 35.349 | 36.686 | 38.101 | 39.573 | 41.050 | 42.635 |
| Accesorios y equipos | 5.960 | 6.265 | 6.528 | 6.772 | 7.023 | 7.288 | 7.569 | 7.862 | 8.155 | 8.470 |
| Equipos de computación y software | 2.838 | 2.983 | 3.108 | 3.224 | 3.343 | 3.470 | 3.604 | 3.743 | 3.883 | 4.033 |
| Construcciones en progreso | 341 | 358 | 373 | 387 | 401 | 417 | 433 | 449 | 466 | 484 |
| Depreciación Acumulada | (19.065) | (20.040) | (20.881) | (21.660) | (22.462) | (23.312) | (24.211) | (25.147) | (26.085) | (27.092) |
| Bienes de Uso Neto | 26.614 | 27.974 | 29.149 | 30.236 | 31.356 | 32.543 | 33.798 | 35.104 | 36.414 | 37.820 |
| Otros activos no corrientes | 1.426 | 1.467 | 1.502 | 1.535 | 1.568 | 1.604 | 1.641 | 1.680 | 1.720 | 1.762 |
| Total Activos | 39.810 | 41.295 | 43.177 | 46.138 | 49.206 | 52.402 | 55.736 | 59.197 | 62.759 | 66.485 |
| Pasivo | | | | | | | | | 0 | 0 |
| Cuentas por pagar | \$8.906 | \$9.362 | \$9.755 | \$10.119 | \$10.494 | \$10.890 | \$11.311 | \$11.748 | \$12.186 | \$12.656 |
| Otros pasivos corrientes | 4.212 | 4.427 | 4.613 | 4.785 | 4.962 | 5.150 | 5.349 | 5.555 | 5.763 | 5.985 |
| Parte corriente deuda a largo plazo | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 | 270 |
| Total Pasivo Corriente | 13.388 | 14.059 | 14.638 | 15.173 | 15.726 | 16.310 | 16.929 | 17.573 | 18.218 | 18.911 |
| Deuda a largo plazo | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 | 11.317 |
| Impuesto a las ganancias diferido | 758 | 797 | 902 | 938 | 977 | 1.019 | 1.063 | 1.109 | 1.154 | 1.203 |
| Otros pasivos no corrientes | 1.990 | 2.033 | 2.066 | 2.094 | 2.124 | 2.157 | 2.194 | 2.234 | 2.274 | 2.319 |
| Nueva deuda emitida | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Total Pasivo No Corriente | 14.066 | 14.148 | 14.285 | 14.349 | 14.418 | 14.493 | 14.574 | 14.659 | 14.744 | 14.839 |
| Patrimonio Neto | | | | | | | | | | |
| Acciones ordinarias | 44 | 43 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| Capital adicional | 6.178 | 6.497 | 6.817 | 7.137 | 7.456 | 7.776 | 8.096 | 8.415 | 8.735 | 9.055 |
| Ganancias Retenidas | 6.882 | 7.296 | 8.143 | 10.184 | 12.311 | 14.529 | 16.842 | 19.255 | 21.766 | 24.386 |
| Otras pérdidas acumuladas | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) | (747) |
| Total Patrimonio Neto | 12.357 | 13.089 | 14.254 | 16.616 | 19.062 | 21.599 | 24.233 | 26.965 | 29.796 | 32.735 |
| Total Pasivo más Patrimonio Neto | 39.810 | 41.295 | 43.177 | 46.138 | 49.206 | 52.402 | 55.736 | 59.197 | 62.759 | 66.485 |

Anexo 8 - Estado de Resultados proyectado – Escenario pesimista

(cifras en millones de USD)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| Ventas | 75.729 | 79.600 | 82.942 | 86.036 | 89.224 | 92.598 | 96.170 | 99.886 | 103.614 | 107.614 |
| Costo Mercadería Vendida | 53.678 | 56.422 | 58.791 | 60.984 | 63.243 | 65.635 | 68.167 | 70.801 | 73.443 | 76.279 |
| Margen Bruto | 22.051 | 23.178 | 24.151 | 25.052 | 25.980 | 26.963 | 28.003 | 29.085 | 30.170 | 31.335 |
| Gastos de Adm. y Comerc. (SG&A) | 15.297 | 16.079 | 16.754 | 17.379 | 18.023 | 18.705 | 19.426 | 20.177 | 20.930 | 21.738 |
| Depreciaciones y amortizaciones | 2.226 | 2.368 | 2.125 | 2.215 | 2.297 | 2.382 | 2.472 | 2.568 | 2.667 | 2.767 |
| Resultado operativo antes de int. e imp. | 4.528 | 4.731 | 5.272 | 5.458 | 5.660 | 5.876 | 6.104 | 6.340 | 6.573 | 6.831 |
| Intereses | 605 | 605 | 605 | 605 | 605 | 605 | 605 | 605 | 605 | 605 |
| Resultado antes de impuestos | 3.922 | 4.126 | 4.666 | 4.853 | 5.055 | 5.270 | 5.499 | 5.735 | 5.968 | 6.225 |
| Provisión para impuesto a las ganancias | 922 | 970 | 1.097 | 1.140 | 1.188 | 1.239 | 1.292 | 1.348 | 1.403 | 1.463 |
| Ganancia Neta de operaciones continuas | 3.001 | 3.156 | 3.570 | 3.712 | 3.867 | 4.032 | 4.207 | 4.387 | 4.566 | 4.762 |
| Ganancia Neta | 3.001 | 3.156 | 3.570 | 3.712 | 3.867 | 4.032 | 4.207 | 4.387 | 4.566 | 4.762 |



Universidad de
San Andrés

Bibliografía

DELOITTE. (2018). *2018 Retail, wholesale and distribution Outlook “An industry in transition”*.

E-Marketer. (s.f.). Obtenido de <https://www.emarketer.com/>

Fernandez, P. (October 18, 2017). *Valuation Using Multiples: How Do Analysts Reach Their Conclusions?*

Financial Industry Regulatory Authority, I. (s.f.). *FINRA*. Obtenido de <http://finra-markets.morningstar.com/BondCenter/Default.jsp>

Major, M. (2017). Putting Change to the Test. *Progressive Grocer*, 122.

MarketLine. (s.f.). Obtenido de <http://marketline.com/>

MAZZONE & ASSOCIATES, I. (2015). *2015 Retail Industry Report*.

McKinsey & Company - Tim Koller, M. G. (2010 FIFTH EDITION). *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey, EEUU: JOHN WILEY & SONS, INC.

MORNING CONSULT. (2018). *The state of Retail 2018*.

MSCI Inc. (s.f.). Obtenido de <https://www.msci.com/>

National Retail Federation. (2018). *NRF Consumer View Report Winter 2018*.

National Retail Federation. (s.f.). *Top 100 Retailers*. Obtenido de <https://stores.org/2017/06/26/top-100-retailers/>

Oficina de Presupuesto del Congreso de los EEUU. (2018). *An update to the Economic Outlook: 2018 to 2028*.

ReportLinker. (s.f.). Obtenido de <http://www.reportlinker.com/>

Retail Research Webinar 082317 - National Retail Federation. (s.f.). Obtenido de <https://nrf.app.box.com/s/ve88tb925rle16p2ec2hqkx36m7ppq9st>

Reuters. (s.f.). *Reuters*. Obtenido de <https://www.reuters.com/finance>

Statista. (s.f.). Obtenido de <https://www.statista.com/>

Target Corp. (s.f.). Obtenido de <http://investors.target.com/>

U.S. Census Bureau. (s.f.). Obtenido de <https://www.census.gov/>

U.S. Securities and Exchange Commission. (s.f.). Obtenido de <https://www.sec.gov/>

WALKER SANDS. (2017). *Future of Retail 2017 "The Connected Consumer and the Changing Face of Commerce"*.

WALKER SANDS. (2018). *Future of Retail 2018 "How Technology is Expanding the Scope of Online Commerce Beyond Retail"*.

World Bank Sitio Web. (Agosto de 2018). Obtenido de <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=US>

Yahoo Finance. (s.f.). Obtenido de <https://finance.yahoo.com/>



Universidad de
San Andrés