



Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Valuación de Macy's Inc.

Autor: Contadora Natalia Viviana Meza

DNI: 29.748.292

Director de trabajo final de graduación: Dr. Manuel Pereyra

Terra, PhD

Caba, Noviembre 2018



Universidad de
San Andrés

INDICE

I. RESUMEN EJECUTIVO	3
II. INTRODUCCIÓN A LA EMPRESA.....	5
A. Historia de Macy's	5
III. PANORAMA DE LA INDUSTRIA DEL RETAIL.....	9
IV. VISIÓN Y ESTRATEGIA DE LA EMPRESA.....	16
A. Macy's - Visión, Estrategia comercial	16
B. Estrategia Estrella del Norte (North Star)	17
C. Riesgos Estratégicos, Operacionales y Competitivos	21
D. Algunas características centrales de Macy's:	26
V. ANALISIS DE LAS 5 FUERZAS DE PORTER	28
VI. ESTRATEGIA DE VENTAS	31
A. Programa de Lealtad – Stars Rewards.....	32
B. Estrategia de comercio electrónico.....	34
C. Estrategia de precios rebajados – Tiendas Backstage	38
VII. ANALISIS FINANCIERO	42
A. Conclusiones del análisis financiero	53
VIII. VALUACIÓN POR FLUJO DE FONDOS	61
A. Expectativas del directorio para el 2018	62
B. Escenario base – Valuación por flujo de fondos.....	66
C. Ponderación de escenarios y sensibilidades	73
IX. VALUACION POR MULTIPLOS	76
A. Conclusiones de la valuación por múltiplos.....	84
X. CONCLUSIONES FINALES	85
XI. ANEXOS.....	87
A. Anexo I.....	87
B. Anexo II	92
XII. BIBLIOGRAFIA.....	96
XIII. INDICE CUADROS	97

I. RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo de graduación tiene como objetivo estimar el valor de mercado de Macy's Inc., uno de los retailers más grandes de Estados Unidos que opera bajo los nombres de Macy's, Bloomingdale's y Bluemercury.

La curiosidad de entender el mercado del comercio minorista presencial y cómo las nuevas tecnologías afectan el desarrollo del negocio, fue el principal motivo para valorar esta compañía.

El negocio en el que se desenvuelve esta empresa es un negocio que surgió a principios del siglo XIX, Macy's abrió sus puertas en 1858 y en 1922 salió a la bolsa de Nueva York. Hasta el día de hoy mantiene sus operaciones principalmente en el mercado estadounidense e intenta continuar con su liderazgo.

La valuación se realizó a partir del análisis de la industria, las tendencias del mercado, las proyecciones del negocio que inspiran a su directorio y del análisis financiero, estratégico y operativo de la empresa. Para ello se utilizó la metodología del Flujo de Fondos Descontados en base al crecimiento de la economía y de la industria como así también de la propia evolución del negocio de la empresa, a través de la información recogida de fuentes públicas en lo relativo a la estrategia de la compañía, estrategia ecommerce y evolución de los metros cuadrados destinados a la venta. Por otro lado, también se empleó la valuación por Múltiplos, con competidores que también tienen oferta pública y operan en los Estados Unidos.

El inversor, al comprar acciones de esta empresa, estará comprando diferentes tipos de riesgos. El principal es el riesgo latente que tiene la industria del retail en sus tiendas físicas. El auge de nuevas tecnologías y principalmente el desarrollo de internet ataca de lleno al desarrollo normal de una industria que debe reinventarse para sobrellevar los cambios que este siglo le presenta. Cuando uno invierte en semejante envergadura de empresa, también está apostando a que la economía de Estados Unidos perfile un contexto en crecimiento y que el consumo se mantenga o crezca, siendo que cualquier variable que contraiga el consumo repercutirá directamente en el valor de la empresa.

Las principales variables que afectan el precio de la acción de Macy's son, en primera medida, que las ventas de cada trimestre tengan un crecimiento con respecto al mismo periodo del año anterior. También que la ganancia neta al final del estado de resultados acompañe el desempeño de la operatoria. El pago de dividendos y las expectativas que tenga

el directorio con respecto a la gestión y los objetivos cumplidos son otras de las variables que presionan sobre el precio de la acción.

El manejo de los inventarios, la administración del margen bruto de las ventas y el equilibrio con respecto a los metros cuadrados a explotar también son variables que el mercado sigue de cerca y está constantemente observando y evaluando el accionar de los directivos de esta compañía, variables que serán contempladas en los ejercicios de valuación.



Universidad de
San Andrés

II. INTRODUCCIÓN A LA EMPRESA

A. Historia de Macy's

Macy's es uno de los retailers más importante de los Estados Unidos. Según un informe emitido anualmente por National Retail Federation, Macy's está entre el top 20, ocupando el puesto número 17, según el nivel de facturación.¹

El año pasado Macy's cerró un año de ventas por más de 24.8 mil millones de dólares, que se distribuyeron entre más de 850 tiendas, en 44 estados, en las cuales participaron más 130 mil empleados.

Esta compañía opera bajo los nombres de Macy's, Bloomingdale's, Bloomingdale's The Outlet, Macy's Backstage, Bluemercury and Macy's China Limited.

Las ventas de Macy's se distribuyen en cuatro grandes grupos. Sus principales unidades de negocio se agrupan en tres clases: mujer, hombres y niños como un conjunto y Hogar.

El segmento conformado por accesorios de mujer, ropa interior, calzados, cosméticos y fragancias, representó el año pasado un 38% de las ventas, seguido por un segundo grupo exclusivo de Ropa de mujer, con un 23%, Hombres y Niños componen el tercer grupo de igual participación que el anterior y el cuarto grupo de Hogar y otros, representan el 16% restante. En grupo Macy's puede encontrarse una gran variedad de productos que satisfacen la demanda constante de los consumidores².

Macy's fue fundada en 1829 por Rowland Hussey Macy, un hombre de negocios hijo de un comerciante de la industria textil. El 28 de octubre de 1858 abrió la primera tienda en Nueva York, una mercería de lujo llamada R.H. Macy & Company, ubicada en la esquina de la calle 14 y la 6ta Avenida, en un barrio modesto al norte de las demás tiendas textiles de la ciudad.

Según comentaba la prensa, el primer día de ventas la empresa recaudó 11 dólares, pero gracias a que era un modelo de negocios nuevo para la época, las ventas continuaron creciendo a un ritmo constante, hasta arrojar aproximadamente un total de 85.000 dólares en

1 National Retail Federation. (2017). Top 100 Retailers. Recuperado de <http://stores.org/stores-top-retailers-2017/>

2 Macy's. (2017). Form K10. Recuperado de <http://investors.macysinc.com/phoenix.zhtml?c=84477&p=quarterlyearnings>

rendimientos brutos al año siguiente³, lo que hoy en día representaría unos \$2 millones de dólares.⁴

Con el tiempo, Macy's amplió su operación comercial hasta ocupar 11 edificios contiguos, para vender productos de múltiples categorías distintas y, a efectos prácticos, originar lo que acabaría conociéndose como una tienda por departamentos. Entre algunos de los departamentos de Macy's se puede encontrar una amplia gama de productos como muebles, ropa, calzado, joyas, productos para el hogar, maquillaje, accesorios, entre otros.

El éxito de R. H. Macy provino en buena medida de sus prácticas innovadoras de ventas y publicidad, que prácticamente transformaron el sector de la venta minorista y atrajeron a los clientes en masa a la tienda, en busca de nuevas experiencias de compra, basándose en la calidad de atención, espíritu emprendedor con orientación a la excelencia.

R.H. Macy murió en 1877 y, en 1895, la propiedad de la empresa pasó de su familia a Isidor y Nathan Straus, hermanos que, con su padre, habían alquilado el sótano de la tienda en 1874 y establecido allí una famosa tienda de vajilla de porcelana. La familia Straus continuó el legado de innovaciones de R. H. Macy durante los primeros años del siglo XX.

En 1902, la tienda se trasladó a la zona residencial de la ciudad, al edificio icónico de nueve pisos Herald Square, en la calle 34 y Broadway. Tenía 33 elevadores y cuatro escaleras mecánicas de madera (la primera tienda estadounidense en usarlas). En la actualidad aún pueden verse estas escaleras mecánicas originales en la tienda Herald Square.

En 1918 Macy's estaba facturando \$36 millones de dólares, por lo que el impulso de las ventas y el desarrollo del mercado estadounidense la llevaron en 1922 a operar en la bolsa, y a partir de aquí hizo un fuerte proceso de expansión comprando competidores en todo el país.

Macy's desde sus comienzos se ha caracterizado por dar el puntapié inicial en acciones de gran impacto. En 1924, los empleados de Macy's iniciaron el Desfile del Día de acción de gracias, que contaba con animales en vivo del zoológico de Central Park y atrajo una multitud de 10.000 personas. Ese mismo año, Macy's se convirtió en "la tienda más grande del mundo".

3 Historia de Macy's. Recuperado de <https://www.macysinc.com/about-us/macysinc-history/overview/default.aspx>

4 Fuente: The Bureau of Labor Statistics' annual Consumer Price Index (CPI).

Otro hito importante que logró llevar a cabo la empresa fue en 1976 y lo disfrutaron actualmente millones de personas; el “Espectáculo de fuegos artificiales de Macy’s” un evento anual, el mayor en Estados Unidos, aún vigente en la actualidad que se televisa a nivel nacional el 4 de julio como una tradición.

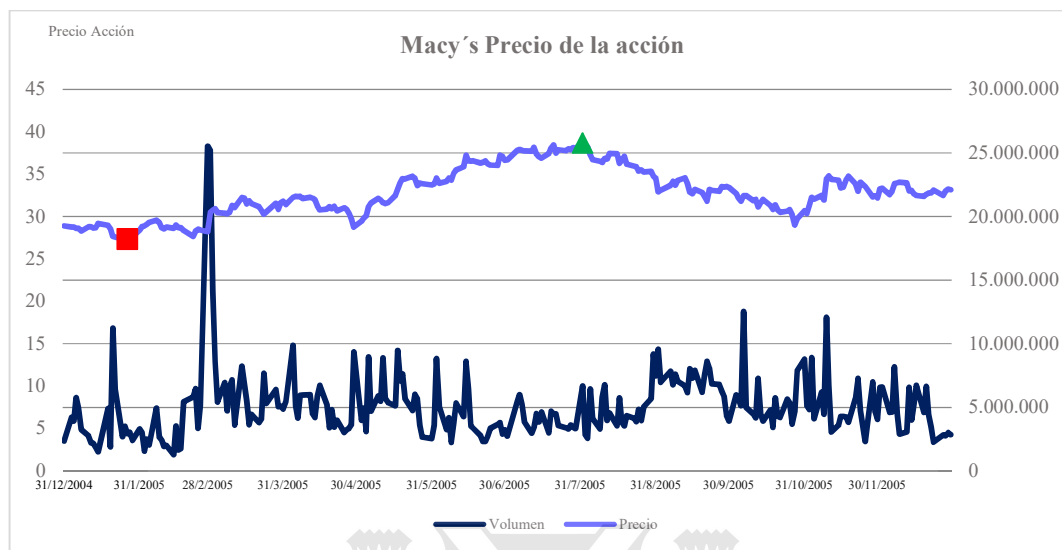
A través de los años, R.H. Macy & Co. se hizo pública, abrió tiendas regionales, absorbió a tiendas de la competencia y, en 1994, fue adquirida por Federated Department Stores, dueña de Bloomingdale’s, que había controlado cientos de tiendas a lo largo de 37 estados y que, con esta compra, se convirtió en la cadena de tiendas por departamentos más grande de Estados Unidos.

La página de internet de Macy’s (macys.com) se lanzó en 1997, ampliando drásticamente el alcance de la empresa, dado que comenzó a comercializar sus productos a través de la web. Actualmente las ventas en línea de Macy’s representan casi el 18% de sus ventas totales, ubicándola en el 10mo lugar en la lista de ecommerce más importantes en facturación⁵.

En 2005 Macy’s compra a The May Department Store, en 11 mil millones de dólares. May era también un holding de tiendas departamentales y shopping centers, conocidos bajo los nombres de Foley’s, Marshall Field’s, The Jones Stores, entre otras. La adquisición fue llevada a cabo en el mes de agosto y el impacto de la misma se trasladó a las expectativas del mercado marcando un pico de cotización en el año 2005, aumentando el precio de la acción de \$27,30 dólares en enero (símbolo rojo) a \$38,65 dólares en agosto (símbolo verde), lo que representó un impacto de 42% en menos de ocho meses.

⁵ National Retail Federation. (2017). Top 50 e-Retailers. Recuperado de <https://nrf.com/2017-top-50-e-retailers-chart>

CUADRO 1: IMPACTO DE LA COMPRA DE MAY DEPARTMENT STORE



Fuente: Yahoo Finance – Precio acción en dólares - Elaborado por el autor

En 2007, Federated Department Stores cambió su nombre corporativo por el de Macy's, Inc. y, actualmente, posee más de 850 tiendas a lo largo y ancho de los Estados Unidos, bajo el nombre de Macy's, Bloomingdale's y Bluemercury, esta última adquirida en 2015.

En 2015 Macy's también anuncia una unión estratégica con Fung Retailing Limited, una empresa china de capitales privados. Esta unión tiene como principal objetivo desarrollar el mercado minorista a través del comercio electrónico con TMall Global, una empresa del grupo de Alibaba.

La empresa continúa lanzando nuevas iniciativas minoristas y distintos tipos de servicios para satisfacer a sus clientes, incluyendo entregas en el mismo día en ocho estados, la compra en línea con retiro en tienda a nivel nacional y el pago móvil con el celular.

Es de destacar cómo la forma que tuvo R.H. Macy de perseguir constantemente su atrevida visión ha dado como resultado una marca de fama mundial, que vende una enorme gama de productos, recauda una gran cantidad de fondos para la caridad y refuerza tradiciones apreciadas mediante eventos espectaculares.

III. PANORAMA DE LA INDUSTRIA DEL RETAIL

La industria del retail ha sufrido grandes cambios en los últimos 20 años. Actualmente la industria minorista está pasando por profundos cambios que afectan directamente el negocio. El negocio de vender al por menor distintos tipos de productos fue mutando constantemente durante siglos, la compra de mercadería en sus diferentes formas data desde los inicios de la sociedad. Fue así como a mediados del siglo XIX comenzaron a proliferar, entre otras formas de negocios, las grandes tiendas por departamento que hoy en día continúan vigentes.⁶

Si bien es un hecho que aún existen grandes tiendas departamentales alrededor del mundo, las nuevas modalidades de compra de los clientes, las nuevas tecnologías y los cambios en los gustos de los consumidores son claves a la hora de ver como esta vieja industria se amolda al siglo XXI. Los dispositivos portátiles, como celulares inteligentes, tablets y notebooks, las compras por internet, los clientes cada vez más jóvenes que quieren ser protagonistas de sus decisiones de compra, son las principales variables a satisfacer.

Vivimos en una época en la que los clientes son más participantes que nunca y están ansiando autenticidad, novedad, conveniencia y creatividad. Vivimos en una economía orientada al cliente, en la cual la industria del retail tiene que satisfacer y amoldarse a los nuevos desafíos.

Las tendencias del negocio minorista para los próximos años se centran en tres áreas principales⁷. La primera es el cambio de preferencias, que incluye la tendencia a poseer menos artículos materiales y vivir más en una economía basada en las redes sociales, mostrando principalmente vivencias antes que “cosas”. La segunda es el cambio de los formatos de ventas al por menor y la proliferación de los envíos desde depósitos propios y en el menor tiempo posible. La tercera es la posibilidad transformadora de vivir con tecnologías exponenciales, tanto en la tienda como fuera de ella.

Si bien estas tendencias no son nuevas dado que el comercio electrónico comenzó a operar hace más de 20 años, las redes sociales ya están instaladas desde 2005, el consumidor comienza a adaptarse a estas nuevas tecnologías y descubre distintas formas de participar e influir en todos los negocios dónde quiere comprar. Por eso lo que es interesante es que lo que una vez fue futurista ahora es parte de la realidad. Los retailers innovadores saben que las nuevas tecnologías ya no son complementarias a la experiencia de compra, sino que son fundamentales.

⁶ Wikipedia. (2017). Recuperado de http://en.wikipedia.org/wiki/Department_store

⁷ Source: Deloitte Touche Tohmatsu Limited. Global Powers of Retailing 2017.

La tecnología por sí sola, sin embargo, no es suficiente. Los clientes buscan productos y experiencias nuevas y sorprendentes. Los minoristas están cada vez más desafiados a encontrar maneras de deleitar a sus clientes y fortalecer la lealtad. Se trata de dominar el arte y la ciencia de la participación de los clientes para diseñar nuevas experiencias, permitidas mediante la tecnología.

Los clientes se están definiendo menos por la cantidad de cosas que poseen y más por la forma en que se pasan sus vidas en términos de experiencias⁸. El consumo de "experiencias" ha superado el consumo de "bienes" en los últimos años. Esto significa una disminución de la cuota de cartera en bienes no duraderos y duraderos (en particular prendas de vestir) así también como la disminución del tráfico en las grandes tiendas. Estamos viendo un movimiento desde lo producido en masa hacia el "a medida" del consumidor.

Las compras en internet o las realizadas no en las tiendas físicas sino en otros ámbitos han ganado año tras año participación de mercado a las tiendas comunes, no sólo por el simple hecho de comprar desde la comodidad del hogar, sino también por el hecho de comprar desde cualquier lugar y a través de algún dispositivo móvil, pagando con las tarjetas registradas y esperando que el producto llegue a destino en el menor tiempo posible. Esto hace que la experiencia de compra online comience con la búsqueda del producto por la web, y continúe una vez recibido producto, que en la mayoría de los casos puede ser devuelto sin cargo alguno.

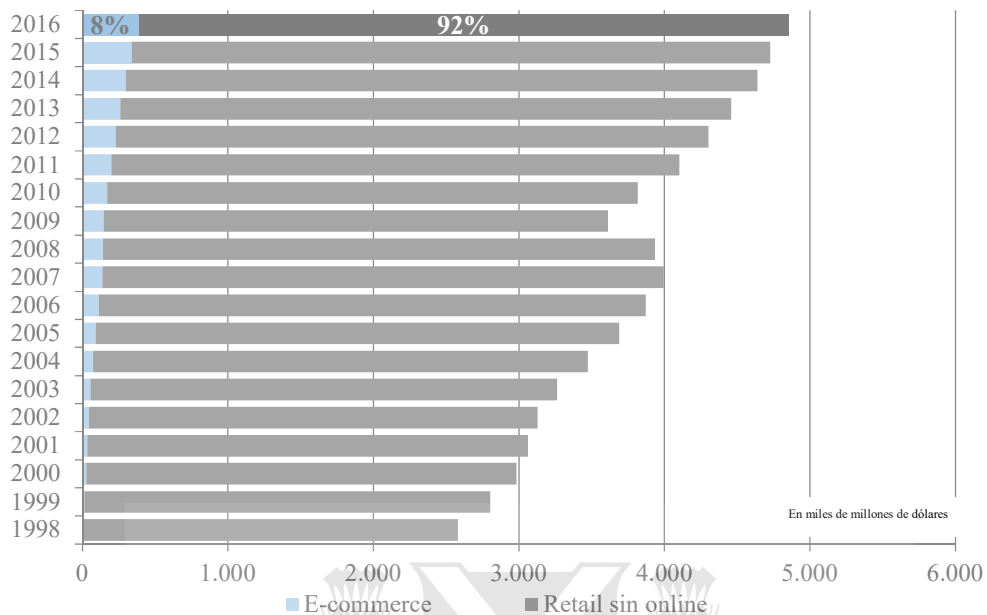
Del gráfico de la evolución de las ventas, armado mediante datos sobre ventas del e-commerce⁹ en Estados Unidos y contemplando el total de las ventas retail, podemos notar como la participación de las ventas por internet fueron ganando mercado a través de los años, partiendo de menos de un 3% en el año 2006 hasta el 7,2% en 2015, triplicándose las ventas en tan sólo 9 años.

Las proyecciones de crecimiento de las ventas por internet en Estados Unidos se estiman entre un 14% y 15% anual hasta 2021.

⁸ Source: Deloitte Touche Tohmatsu Limited. Global Powers of Retailing 2017.

⁹ Emarketer: Retail Ecommerce Sales, by Product Category, Noviembre 2016

CUADRO 2: EVOLUCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DEL ECOMMERCE



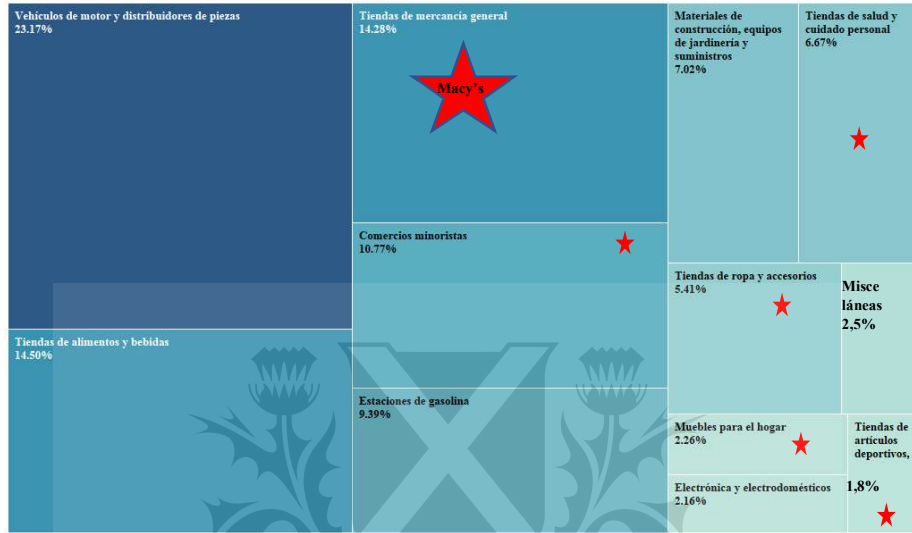
Fuente: United State Census Bureau – Elaborado por el autor

Durante la década del '90 y hasta el 2008 las ventas minoristas estuvieron en pleno crecimiento. El 2008 fue un año de quiebre en la economía de los Estados Unidos dado por la crisis de las hipotecas subprime, lo cual afectó directamente al crédito y al consumo. Si bien a partir de 2010 las ventas se recuperaron, comenzó a incrementarse fuertemente la participación del ecommerce. Las ventas on line crecieron desde 2010 al 2016 un 129% mientras que el retail sólo creció un 27% en general. Si entramos puntualmente sobre las tiendas de mercaderías en general, el nicho donde se encuentran las tiendas departamentales, las mismas crecieron sólo un 12,1% en el mismo periodo de tiempo. El fenómeno de la venta por internet ganó una importante participación de mercado, creciendo más del doble en el periodo 2010-2016, tomando el total de las ventas e-commerce.

Del total de las ventas retail el 60% está compuesto por ventas de Vehículos de motor y distribuidores de piezas, electrónica y electrodomésticos, Materiales de construcción, equipos de jardinería y suministros, Tiendas de alimentos y bebidas, Estaciones de gasolina y tiendas misceláneas. Mientras que el 40% restante podría considerarse como el grupo similar a los negocios de Macy's, como son Muebles para el hogar, Tiendas de salud y cuidado personal, Tiendas de ropa y accesorios, Tiendas de artículos deportivos, pasatiempos, libros y música y Tiendas de mercancía general, donde se encuentran las

tiendas departamentales como tales y los comercios minoristas. Los mismos han sido agrupados bajo una estrella y al que llamaremos “Grupo Estrella” para poder identificar de alguna forma a competidores directos y no tan directos del negocio.

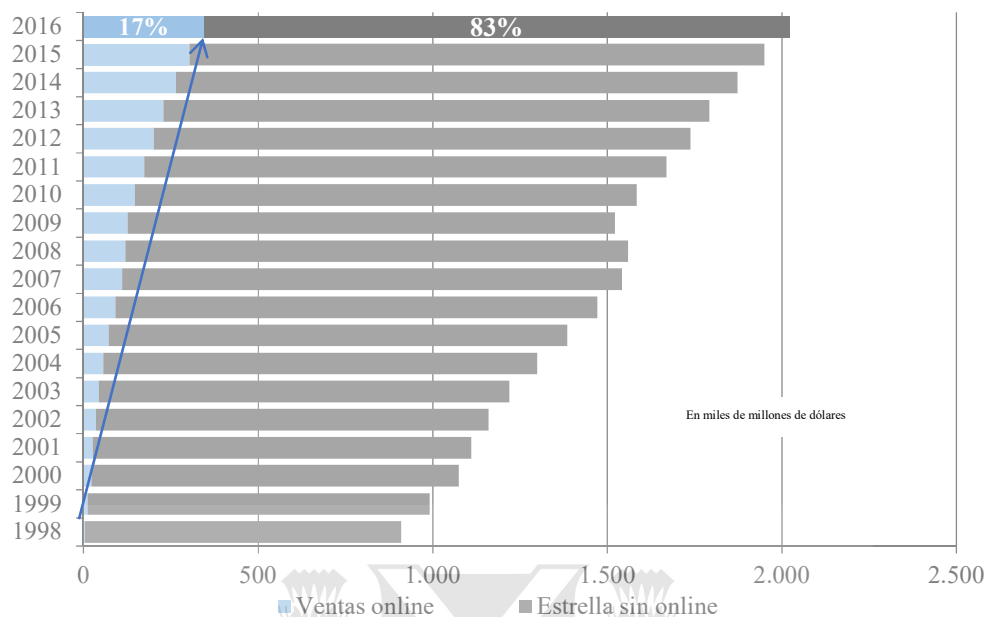
CUADRO 3: COMPOSICIÓN DEL TOTAL DE VENTAS RETAIL



Fuente: United States Census Bureau – Elaborado por el autor

En base a este agrupamiento de la evolución de las ventas retail podemos extraer cómo ha sido la evolución de las ventas retail del grupo minorista en concordancia con el negocio de Macy’s. Como podremos observar la penetración o el crecimiento de las ventas online fue mucho más importante que a nivel general. Pasando de un 7% a nivel ventas retail global a un 17% a nivel ventas retail del grupo de los competidores de Macy’s.

CUADRO 4: EVOLUCIÓN VENTAS DEL GRUPO MINORISTA “ESTRELLA”



Fuente: United State Census Bureau – Elaborado por el autor

Lo antedicho sucedía a una escala más alta, pero ¿qué pasaba mientras tanto con las grandes tiendas por departamentos?

La década del 90’ también fue próspera para este tipo de negocio, los grandes malls se expandieron en todas las regiones. Hasta el 2005 Estados Unidos llevaba construidos 1.500 shoppings, hoy sólo quedan 1.000 y se estima que en 10 años sean menos de 800¹⁰. El auge de la proliferación de los metros cuadrados orientados al consumo al por menor también tuvo su cascada en las tiendas por departamentos que se concentran en los principales shoppings y centros comerciales de las ciudades más importantes. No es solo la desaparición de los consumidores lo que ha llevado al declive gradual de muchos centros comerciales: el modelo comercial que una vez los manejó tiene cada vez menos sentido en el entorno minorista moderno.

La arquitectura tradicional de un centro comercial era una sala única, larga y cerrada que conectaba dos grandes tiendas departamentales en cada extremo. Estas tiendas departamentales, a menudo denominadas 'tiendas ancla', fueron las principales atracciones. A lo largo de las pasarelas que conectan estas tiendas, las boutiques más pequeñas se abrían

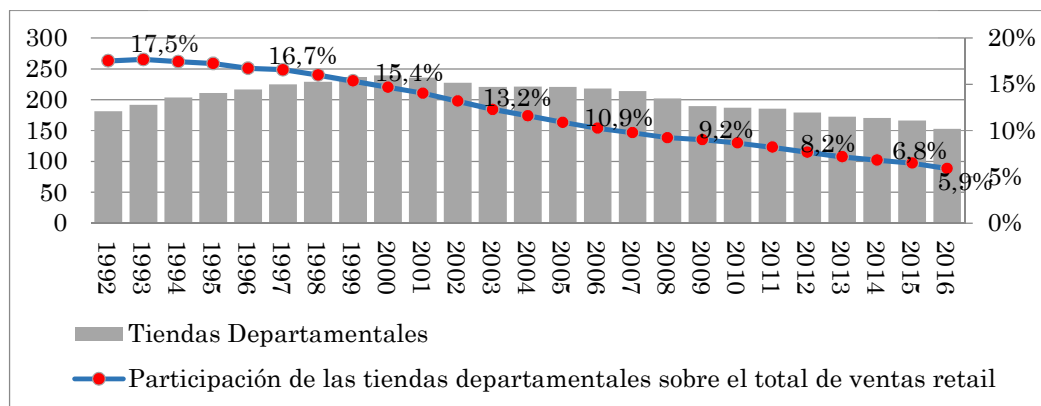
¹⁰ El mundo: <http://www.elmundo.es/economia/ahorro-y-consumo/2017/05/03/5903772b468aeb8c7d8b467d.html>

y posteriormente atraerían a una parte de la gente que pasa caminando. Naturalmente, estos grandes almacenes tenían una gran cantidad de poder sobre los desarrolladores y propietarios del centro comercial. Como principal atracción, pudieron negociar desde ubicaciones de señalización y el tamaño de estacionamientos hasta alquileres excepcionalmente bajos. La duradera popularidad de las tiendas ancla de un centro comercial fue esencial para su supervivencia permanente; el cierre de una tienda departamental podría desencadenar una espiral de disminución de visitantes, reduciendo el gasto y finalmente cerrando tiendas.

Desafortunadamente para los desarrolladores de centros comerciales, los grandes almacenes que los respaldaban en el pasado ahora comienzan a tambalearse. En 2016, Macy's anunció que cerraría 100 tiendas. Sears también planea cerrar más de 150 tiendas, mientras que JC Penny ha anunciado una serie de cierres de tiendas en los últimos dos años.¹¹

Si bien hasta el año 2000 las ventas de las tiendas departamentales fueron en crecimiento, por otro lado, un indicador más sigiloso iba perdiendo peso: la participación de las tiendas por departamentos sobre el total de ventas Retail (excluyendo ventas de vehículos a motor, estaciones de servicios y restaurantes) cayeron de una penetración del 17,5% en 1992 a tan sólo unos 6% en 2016. A partir de este entonces es cuando comienza a notarse el efecto de nuevos jugadores en la industria Retail. Las imponentes tiendas departamentales fueron perdiendo participación en el mercado del retail, disminuyendo año tras año sus volúmenes de ventas desde el 2004.

CUADRO 5: EVOLUCIÓN VENTAS TIENDAS DEPARTAMENTALES



Fuente: United State Census Bureau – Ventas en miles de millones de dólares - Elaborado por el autor

¹¹ <https://www.worldfinance.com/markets/the-rise-and-fall-of-the-us-mall>

Otro factor que influye en las grandes tiendas por departamento, aunque en menor medida, es también el fuerte crecimiento de jugadores internacionales, como así también una fuerte competencia de la industria del fast-fashion, un incremento de prendas de producción en serie y de bajo costo. Este concepto no sólo engloba lo anterior sino también que el consumidor ya no apunta a prendas que traspasen las temporadas si no que busca prendas accesibles, pasajeras y de moda, competidores como Zara (española), H&M (sueca), Forever 21, han crecido y se han hecho más fuertes.

Actualmente la industrial del Retail está en el centro de la tormenta. “En cinco años, el papel de la tienda va a ser mucho más claro, y probablemente no será visto como solo volumen en dólares por metro cuadrado. Será más un punto de experiencia, un punto de cumplimiento, un punto de prueba, y un lugar para vivir realmente la experiencia de la marca”¹².

Asimismo, las grandes cadenas de retail buscan constantemente la forma de llegar al cliente a través de diferentes experiencias, como la estrategia implementada por Macy’s donde cada tienda tiene destinado un stand para aquellos clientes que compraron online y quieren pasar a buscar el producto por la tienda física. Según fuentes de Macy’s los clientes que retiran por tienda adicionalmente gastan un 25% más comprando algún producto extra. O bien la iniciativa de Nordstrom "reservar en línea, probar en la tienda" donde el 80% de los clientes que prueban esta característica la usan de nuevo.

Universidad de
San Andrés

¹² Entrevista de Emarketer a Neil Tenzer, vice president of corporate strategy and customer insights at Abercrombie & Fitch

IV. VISIÓN Y ESTRATEGIA DE LA EMPRESA

A. Macy's - Visión, Estrategia comercial¹³

Macy's Inc es una compañía estadounidense con tres principales marcas; Macy's, tiendas departamentales distribuida por todo el país, Bloomingdale's también abocada al negocio de tienda departamental, pero en este caso de lujo y Bluemercury, tiendas también de lujo pero orientadas a la cosmética y productos de belleza.

Visión: Macy's, Inc. es un minorista de primer nivel con marcas icónicas que sirven a los clientes a través de tiendas físicas destacadas y reconocidas, páginas de internet dinámicas y aplicaciones móviles. Tanto Macy's como Bloomingdale's son conocidos en todo el mundo, y cada uno tiene su propia identidad y atención al cliente. Bluemercury es ampliamente reconocido como la cadena minorista de spa y productos de belleza más grande de Estados Unidos.

Macy's, Inc. reconoce claramente que el cliente es primordial y que todas sus acciones y las estrategias omnicanales (mismo trato hacia el cliente desde los distintos canales) deben estar dirigidas a proporcionar una oferta de mercancía personalizada y una experiencia de compra en línea y en la tienda.

La implementación agresiva de las estrategias centradas en el cliente por una talentosa y experimentada organización proporciona a Macy's, Inc. una importante ventaja competitiva.

Los objetivos financieros de Macy's, Inc. son:

- Aumentar las ventas de manera rentable;
- Mantener una tasa de rentabilidad que se encuentra entre los mejores minoristas de la clase, medido por el EBITDA Ajustado como un porcentaje de las ventas netas;
- Mejorar el rendimiento del capital invertido; y
- Maximizar el rendimiento total de los accionistas.

Macy's está asistida por varias subsidiarias que contribuyen con el negocio del Retail dando diferentes tipos de soportes:

¹³ Fuente: Macy's.com

- La subsidiaria bancaria de la Compañía, FDS Bank, proporciona procesamiento de crédito, facturas, servicio al cliente y servicios de comercialización de crédito con respecto a todas las cuentas de tarjetas de crédito que son propiedad del Department Stores National Bank ("DSNB"), una subsidiaria de Citibank, N.A., o FDS Bank y que constituyen una parte de los programas de crédito de las operaciones minoristas de la Compañía.
- Macy's Systems and Technology, Inc. ("MST"), una subsidiaria indirecta de propiedad total de la Compañía, proporciona servicios operacionales de procesamiento electrónico de datos e información de gestión a todas las operaciones de la compañía excepto Bluemercury y Macy's China Limited.
- Macy's Merchandising Group, Inc. ("MMG"), una subsidiaria directa de propiedad total de la Compañía, y su filial Macy's Merchandising Group International, LLC, son responsables del diseño, desarrollo y comercialización de marcas privadas de Macy's y ciertas marcas autorizadas. Bloomingdale's usa MMG para una pequeña porción de su mercancía de marca privada. La Compañía cree que su mercancía de etiqueta privada diferencia sus surtidos de mercancías de los de sus competidores y ofrece un valor excepcional a sus clientes. MMG también ofrece sus servicios, ya sea directa o indirectamente, a terceros no relacionados.
- Macy's Logistics and Operations ("Macy's Logistics"), una división de una subsidiaria indirecta de propiedad total de la Compañía proporciona servicios de almacenamiento y distribución de mercancías para las operaciones de la Compañía y cumplimiento del cliente digital.

B. Estrategia Estrella del Norte (North Star)¹⁴

A principios de 2017, se lanzó la Estrategia North Star para la marca de Macy's, una “tienda departamental americana”. La Estrategia North Star reinicia los fundamentos del negocio, siendo lo suficientemente flexible para el entorno minorista dinámico de hoy. Para el 2018 la compañía continuará implementando su estrategia North Star para transformar su negocio omnicanal y enfocarse en áreas claves de crecimiento, comprometerse con la atención al cliente y optimizar el valor en su cartera de bienes raíces. Inspirados por la Estrella del Norte, hay cinco puntos principales para llevar a cabo esta estrategia:

- 1) **Marca - De familiar a favorito:** incluye todo lo que hace la empresa para aumentar su conciencia de marca e identidad para sus clientes principales. Las acciones

¹⁴ Annual Report 2017 10K, Macy's

incluyen comprender y anticipar las necesidades de los clientes, fortalecer la imagen sobre moda que tiene la empresa y la ejecución de iniciativas en torno a sus estrategias de lealtad y fijación de precios. Lo que incluye celebraciones icónicas de la compañía y estrategias para atraer más valor orientado al cliente.

En 2017, Macy's comenzó la reingeniería de su estrategia de marketing, poniendo un mayor énfasis en la moda, reduciendo la complejidad en los calendarios promocionales y comenzando a abordar la simplificación de precios. En octubre de 2017, lanzó el nuevo programa de lealtad Star Rewards, al cual los clientes respondieron con entusiasmo.

- 2) **Producto - Seguro es de Macy's:** abarca la entrega de productos y experiencias que los clientes aman y son exclusivas de la Empresa. Esto incluye diferentes estilos y moda para el hogar para todos los días y ocasiones especiales, desde el direccionamiento de las marcas privadas, así como marcas nacionales exclusivas o de surtidos.

Macy's tiene una historia de excelencia e innovación en la comercialización. En 2017, se mejoró el surtido de mercaderías a través de productos editados y exclusivos. En 2018, se continuará fortaleciendo el surtido de productos, con foco en la exclusividad. En 2018 también, se espera mejorar el modelo de almacenamiento lo que permitirá expandir significativamente el surtido en línea. En las tiendas, los clientes encontrarán surtidos localizados y seleccionados. En macys.com, encontrarán un surtido interminable y acorde al gusto del consumidor a través de la personalización basada en datos.

En 2017, se llevó a cabo la inclusión de tiendas Macy's Backstage dentro de 45 tiendas Macy's normales.

Hay dos tipos de tiendas Backstage, un modelo es el que replica a una tienda departamental única ubicada estratégicamente y otro modelo es el que configuran un sector Backstage dentro de las tiendas originales de Macy's. Ambos formatos se orientan a la venta de productos a precios considerablemente más bajos que en las tiendas normales.

El directorio de Macy's está convencido que las tiendas Backstage dentro de las existentes tiendas de Macy's es el modelo correcto para seguir adelante.

En 2018, se ampliarán tiendas Backstage en aproximadamente 100 tiendas, incluyendo ubicaciones en algunos centros comerciales premium.

3) **Experiencia del cliente - Cada experiencia importa:** en la tienda y en internet. La ventaja competitiva de la Compañía es la capacidad de combinar el toque humano en sus tiendas físicas con tecnología de punta en sus aplicaciones móviles y sitios web. La clave para este punto es la mejora de la experiencia del cliente mientras explora las tiendas, aplicaciones móviles y sitios web, encuentre su estilo, tamaño y color favorito, y reciba sus compras a través de los canales que ellos prefieren.

En 2017, se mejoró la experiencia de los clientes con nuevos modelos de servicio y entrega. Se amplió el “Compre online y recoja por la tienda” (“Buy Online, Pick up in store”). Se mejoró la experiencia móvil, introduciendo Inteligencia Artificial para mejorar el servicio al cliente.

En 2018, se ampliarán aún más algunas de estas iniciativas, incluidas la compra a través del móvil para Macy’s y la mejora de la experiencia de compra Bloomigdale’s, mediante una nueva aplicación.

La receta de Macy para el éxito es la combinación saludable entre lo físico con un sólido crecimiento en lo digital.

En 2018, se lanzará una iniciativa muy importante: “The Growth 50”. Esta iniciativa incluye a 50 tiendas Macy’s, de distintos tamaños y ubicaciones geográficas, donde se estará acelerando el despliegue de lo mejor probado en 2017. Esto incluye poner un peso extra detrás iniciativas de comercialización, Backstage y Big Ticket, y haciendo énfasis en negocios con licencia incluyendo comida y bebida. También se mejorarán las instalaciones y accesorios, actualizando la tecnología de la tienda. La intención es salir durante 2018 con estas 50 tiendas, lo que permitirá hacer un crecimiento acelerado de cada una de las iniciativas para continuar con el modelo y escalar a las demás tiendas a partir de 2019.

Con respecto a Bluemercury, el 2017 fue un año fuerte, ampliándose en 36 nuevas tiendas logrando un total de 137 tiendas independientes en 24 estados. Se abrió uno de los más grandes Bluemercury, una ubicación de 2.500 pies cuadrados en Nueva York. La nueva tienda sirve no solo como buque insignia, sino también como campo de prueba para nuevas tecnologías y productos. La marca sigue siendo una de las más innovadoras en el espacio de belleza de lujo. En 2017, se probó nuevos métodos de entrega y espejos habilitados para Wi-Fi, para que los clientes puedan obtener retroalimentación en tiempo real de la familia y amigos.

4) **Manejo de costos - Financiar el futuro:** representa las decisiones y acciones que la compañía toma para identificar y utilizar recursos como combustible de crecimiento.

Esto implica un enfoque en la reducción de costos y la reinversión, así como la creación de valor a partir de la monetización, y en otros casos, del re-desarrollo de la cartera de bienes raíces de la compañía.

Macy's terminó el 2017 por encima del objetivo en reducción de costos, el cual es fundamental para financiar la reinversión en el negocio. Por lo tanto, Macy's continuará operando con una mentalidad de mejora continua.

La estrategia de bienes raíces es fundamental para mantener el enfoque en identificar oportunidades donde el valor de reurbanización de los bienes inmuebles exceda el de una ubicación no estratégica. Macy's anunció un acuerdo para vender los pisos 8 a 14 del inmueble donde se encuentra la tienda insignia en State Street en Chicago y se está explorando la venta de la porción I. Magnin de del Union Square en San Francisco. También continuará trabajando con Brookfield Asset Management, como alianza estratégica, la cual implica re-desarrollar nueve activos (de los aproximadamente 50 activos cartera).

La estrategia minorista y la inmobiliaria van de la mano y, por lo tanto, se continuará detectando oportunidades para crear valor y mejorar aún más la vitalidad de las tiendas.

- 5) **Innovación - What's New, Qué es lo nuevo:** explora y desarrolla innovaciones para convertir las tendencias de consumo y tecnología en la ventaja de la compañía y para impulsar el crecimiento. Esto incluye explorar las necesidades de los clientes no satisfechos y hacer decisiones de inversión inteligentes basadas en estadísticas y análisis de clientes.

En 2018, se continuará probando formas de dirigir el tráfico, aumentar el compromiso y crear el potencial para nuevas fuentes de ingresos en las tiendas.

C. Riesgos Estratégicos, Operacionales y Competitivos¹⁵

La industria del Retail está expuesta a varios riesgos que podrían llegar a presentarse de manera individual, en conjunto, continuos o de manera intermitente. Ya sea de una manera u otra, podrían tener efectos adversos en el negocio, podrían afectar la continuidad del mismo, las perspectivas de crecimiento, los resultados financieros y operativos y el flujo de efectivo.

Es posible que las iniciativas estratégicas de Macy's no sean exitosas

En un contexto expuesto a factores internos y externos constantemente, es posible que las iniciativas estratégicas de Macy's no sean exitosas, lo que podría afectar negativamente su rentabilidad y crecimiento.

En Macy's se busca continuamente iniciativas estratégicas para lograr el objetivo de acelerar el crecimiento rentable de las tiendas y de las operaciones digitales. Esta búsqueda constante incluye la adopción de nuevas tecnologías, estrategias de comercialización y servicio al cliente, iniciativas todas diseñadas para mejorar la experiencia de compra. Pero la capacidad para lograr un crecimiento rentable está sujeta a la implementación exitosa de planes estratégicos. Si estas inversiones o iniciativas no funcionan como se espera o crean dificultades de implementación u operativas, podría incurrir en cargos por deterioro (impairments) y la rentabilidad y crecimiento podrían verse afectados.

Las ventas y resultados operativos dependen de las preferencias y del gasto del consumidor.

Las industrias de la moda y el comercio minorista están sujetas a cambios repentinos en las tendencias del consumidor y en la variación del gasto del consumidor.

Las ventas y los resultados de operación dependen en parte de la capacidad de Macy's para predecir o responder a los cambios en esas tendencias y en las preferencias del consumidor de manera oportuna. Macy's continuamente desarrolla nuevos conceptos de venta minorista y ajustando su posición en la industria con marcas principales y marcas privada además de las categorías de productos, en un esfuerzo por satisfacer a los clientes. Cualquier falla sostenida de anticipación, identificar y responder a las tendencias emergentes en el estilo de vida y las preferencias de los consumidores podría afectar negativamente al negocio y resultados de operaciones.

¹⁵ (Macy's Inc, 2018)

Las ventas se ven significativamente afectadas por los gastos discrecionales de los consumidores. A su vez, el gasto del consumidor puede verse afectado por muchos factores externos, incluidas las condiciones económicas generales, los niveles de ingreso, niveles de confianza, la disponibilidad, el costo y el nivel de la deuda del consumidor como los comportamientos del consumidor para incurrir y pagar deuda, los costos de las necesidades básicas y otros, la fortaleza del dólar estadounidense en relación con las monedas extranjeras y los efectos del clima o desastres naturales. Cualquier disminución en el gasto discrecional de los consumidores podría afectar negativamente al negocio y resultados operativos.

También la capacidad de ubicaciones minoristas físicas es un factor importante que determina la relevancia de Macy's. Las experiencias de compra aceptadas por los clientes son primordiales para el éxito financiero. Por lo tanto, cambios en los hábitos de compra del consumidor, dificultades financieras del sector en general, problemas importantes de plazas en centros comerciales, violencia en los centros comerciales y nuevos desarrollos en los centros comerciales, podrían ser cada vez más adversos a impactar el tráfico en las ubicaciones minoristas actuales y conducir a una disminución de las condiciones financieras o el rendimiento de la empresa.

Estrategia inmobiliaria

Macy's continúa explorando oportunidades para monetizar su cartera inmobiliaria, lo que contempla ventas de tiendas y almacenes, así como también otros bienes y estacionamientos. La estrategia de real state contempla también estar atentos a oportunidades donde el valor de reurbanización de los bienes inmuebles propiedad de Macy's excede el valor de otras ubicaciones no estratégicas.

Esta estrategia es múltiple y puede incluir transacciones, alianzas u otros arreglos con desarrolladores de centros comerciales o terceros no relacionados.

Debido a la naturaleza cíclica de los mercados inmobiliarios, el rendimiento de esta estrategia es intrínsecamente volátil y podría tener un impacto significativo en resultados operativos y financieros.

Macy's depende del éxito de los programas de publicidad y marketing.

El negocio depende de las campañas efectivas de marketing y la capacidad que tengan de incrementar el alto tráfico de clientes. Macy's tiene muchas iniciativas en esta área, y a menudo los programas de publicidad y marketing son cambiados a fin de lograr el cometido. En este sentido no puede haber seguridad en cuanto a la eficacia de un programa en particular y cualquier falla al hacerlo podría afectar negativamente el negocio y resultados operativos.

La importancia de la continuidad del negocio financiero

Macy's le vendió la mayoría de su cartera de crédito al Citibank. Después de la venta, compartió el rendimiento económico del programa de tarjeta de crédito con dicho banco. El deterioro de las condiciones económicas o políticas podría afectar negativamente el volumen de nuevas cuentas, la cantidad de saldos del programa de tarjetas de crédito y la capacidad de crédito de los titulares de tarjetas para pagar sus saldos. Estas condiciones podrían ocasionar que Macy's reciba pagos más bajos con tarjeta de crédito.

Las operaciones con tarjetas de crédito están reguladas por leyes federales y estatales que pueden imponer ciertos requisitos y limitaciones en los proveedores de tarjetas de crédito. Citibank y el banco subsidiario, FDS Bank, pueden estar obligados a cumplir con regulaciones que pueden afectar negativamente el funcionamiento de la tarjeta de crédito Macy's. A su vez, este impacto negativo puede afectar las fuentes de ingresos derivadas de la venta de dichas cuentas de tarjetas de crédito e impactar negativamente los resultados financieros.

El manejo apropiado del inventario

Los márgenes brutos son muy sensibles a la administración efectiva del inventario.

La rentabilidad depende de la capacidad para gestionar los niveles de inventario y responder a los cambios en la demanda del consumidor. La sobreestimación de la demanda de mercadería probablemente resulte en la necesidad de registrar las rebajas de inventario y vender el exceso de inventario a precios de liquidación, lo que impactarían negativamente en los márgenes brutos y resultados operativos.

La subestimación de la demanda de mercadería por parte de los clientes puede ocasionar escasez de inventario, oportunidades de ventas perdidas y experiencias negativas del cliente.

La diferenciación ante una ardua competencia

Aunque Macy's es uno de los minoristas más grandes de la nación. La misma industria es altamente competitiva y podemos encontrar numerosos y variados competidores a nivel nacional y local, entre ellos, las tiendas por departamentos, tiendas especializadas, tiendas de mercancía general, tiendas de descuentos, puntos de venta de fabricantes, minoristas por internet y catálogos, compras por televisión, etcétera.

La competencia se caracteriza por muchos factores, incluidos el surtido, la publicidad, el precio, la calidad, el servicio, la ubicación, la reputación y disponibilidad de crédito. Cualquier falla para competir efectivamente podría afectar negativamente al negocio y sus resultados operativos.

A medida que los consumidores continúan migrando al negocio online, las tiendas físicas se enfrentan a presiones, no sólo a nivel precio, sino también a nivel diferenciación.

Macy's continúa invirtiendo de manera significativa en reforzar sus capacidades de omnicanalidad con el fin de ofrecer experiencias de compras sin inconvenientes para los clientes, tanto en las tiendas físicas como en la página web o aplicaciones móviles.

Las inversiones equivocadas en esta área podrían afectar significativamente la rentabilidad y crecimiento del negocio, lo que repercutiría en la capacidad de atraer nuevos clientes, así como mantener a los existentes.

Estos factores, que se resumen en: la disminución del tráfico en las tiendas y la migración de las ventas de las tiendas físicas a las plataformas digitales, podrían ocasionar el cierre de tiendas, reestructuración y otros costos que podrían afectar negativamente los resultados operativos y los flujos de fondos.

El negocio de Macy's está sujeto a condiciones económicas y políticas

Las condiciones económicas o políticas globales, nacionales o regionales desfavorables y otros riesgos no son factores ajenos al negocio del retail. Por ejemplo, cambios desfavorables relacionados con las tasas de interés, tasas de crecimiento económico, políticas fiscales y monetarias de los gobiernos, inflación, deflación, disponibilidad de créditos de consumo, niveles de deuda de los consumidores, comportamientos de pago de la deuda del consumidor, tasas impositivas, desempleo, precios de la energía y otros asuntos que influyen en la disponibilidad y el costo de las mercancías, la confianza del consumidor, el gasto y el turismo, podrían afectar negativamente el negocio y sus resultados operativos. Además,

condiciones políticas inestables, disturbios civiles, actividades terroristas y conflictos armados pueden interrumpir el comercio y afectar también negativamente al negocio y su ingreso neto.

Acceso a los mercados de capitales

La imposibilidad de acceder a los mercados de capital podría afectar adversamente el negocio o condición financiera.

Cambios en los mercados de crédito y capital, incluidas las perturbaciones del mercado, la liquidez limitada y las fluctuaciones de la tasa de interés, pueden aumentar el costo de financiamiento o restringir el acceso a esta fuente potencial de liquidez futura. Un descenso en las calificaciones que las agencias calificadoras asignan a la deuda a corto y largo plazo de Macy's pueden también tener un impacto negativo en el acceso a la deuda en los mercados de capitales y aumentar así el costo de endeudamiento.

Además, los acuerdos de crédito bancario requieren que se cumpla con determinado ratio de cobertura de intereses y ratios de apalancamiento. La capacidad para cumplir con las proporciones puede verse afectada por eventos externos, condiciones económicas, financieras e industriales desfavorables.

Si los resultados de operaciones o los relacionados a la operación se deterioran hasta el punto en que se cumple con los convenios de deuda, y en caso de no poder obtener una exención, gran parte de la deuda estaría en incumplimiento y podría vencer y pagarse de inmediato. Los activos pueden no ser suficientes para pagar en su totalidad este endeudamiento, lo que resultaría en la necesidad de una fuente alternativa de financiamiento. Lo que tampoco se puede asegurar es que se pueda obtener tal fuente alternativa de financiamiento en términos satisfactorios, por lo que la incapacidad para hacerlo podría causar a los titulares de acciones una pérdida parcial o total de sus inversiones en Macy's.

El precio de las acciones de Macy's.

El precio de las acciones de Macy's, como el de otras compañías minoristas, está sujeto a una volatilidad significativa de las mismas debido a muchos factores, incluyendo factores externos. Estos factores pueden incluir:

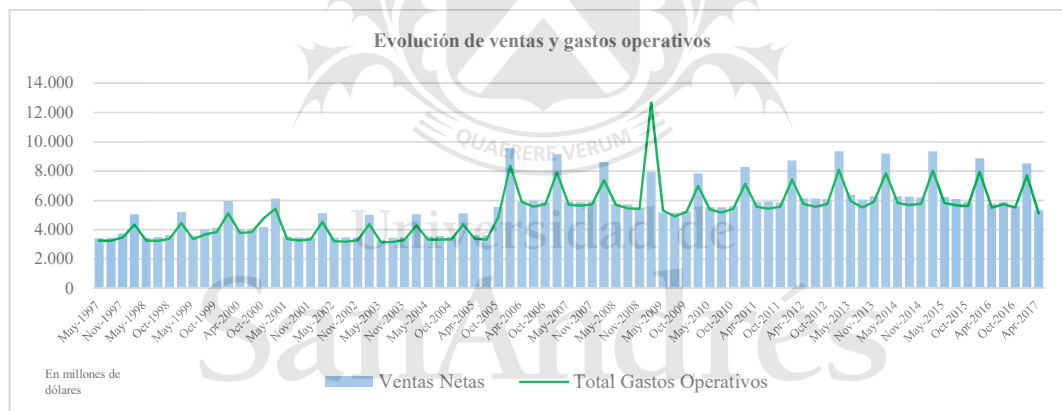
- condiciones generales del mercado económico, bursátil, crediticio e inmobiliario;
- riesgos relacionados con los negocios y la industria de Macy's
- acciones estratégicas propias o de competidores;

- variaciones en los resultados trimestrales de las operaciones;
- futuras ventas o compras de acciones por parte de Macy's;
- percepciones de los inversores sobre la oportunidad de inversión asociada con las acciones de Macy's en relación con otras alternativas de inversión.

D. Algunas características centrales de Macy's:

El negocio minorista es de naturaleza estacional, con una alta proporción de las ventas y los ingresos operativos generados en los meses de noviembre y diciembre. Los requerimientos de capital de trabajo fluctúan durante el año, aumentando ligeramente a mediados del verano anticipándose a la temporada de otoño y un aumento sustancial antes de la temporada de Navidad, cuando la empresa debe llevar significativamente mayores niveles de inventario.

CUADRO 6: EVOLUCIÓN TRIMESTRAL – VENTAS Y GASTOS OPERATIVOS



Fuente: Thompson Reuters – Elaborado por el autor

La Compañía compra mercancías a muchos proveedores, manteniendo por cada uno una concentración de compra menor al 5% de las ventas. La Compañía no tiene compromisos de compra a largo plazo ni acuerdos con ninguno de sus proveedores, por lo tanto, se interpreta que no depende de ningún proveedor.

La industria minorista, en general, y las tiendas departamentales y de venta directa al cliente, en particular, son intensamente competitivas. En general, las tiendas de la compañía y las operaciones comerciales directas al cliente compiten con otros competidores en las mismas áreas geográficas en las que operan, así como contra numerosos otros tipos de puntos de

venta, incluyendo tiendas especializadas, o de productos generales, tiendas de descuento, y contra las nuevas formas de compras en el hogar (incluyendo Internet, catálogos de venta por correo y televisión, etc.), además de los puntos de venta de los fabricantes. Los operadores de grandes almacenes con los que la Compañía compite en grado sustancial incluyen Dillard's, J.C. Penney, Kohl, Nordstrom. La Compañía busca atraer clientes ofreciendo productos seleccionados y superiores a mejores precios, lo cual es percibido como un buen acuerdo para el cliente, y una amplia oferta de productos y marcas propias situadas estratégicamente a lo largo de las tiendas, lo cual proporciona un ambiente emocionante de compra acompañado por un servicio de atención al cliente de calidad.



Universidad de
San Andrés

V. ANALISIS DE LAS 5 FUERZAS DE PORTER

Poder de negociación de los clientes (Media)

En los negocios de ventas al por menor se puede decir que los compradores tienen un alto poder de negociación de manera indirecta. En este tipo de negocios el cual se destaca por poseer una gran cantidad de clientes, los compradores además de buscar productos de buena calidad también buscan precio. Si bien no es fácil que los clientes puedan negociar con Macy's directamente, es la competencia la que marca el campo de juego. La industria del retail se divide entre muchos competidores, por lo que los clientes tienen muchas otras opciones de compra, por lo tanto, podemos decir que Macy's tiene que ser consecuente con la competencia y tentar a su clientela con rebajas u otros beneficios importantes para poder retenerla. Por eso, si bien la negociación con los clientes no es directa, indirectamente el cliente tiene la capacidad de negociar precios dado que el mercado establece las reglas, si el precio no es atractivo el cliente puede elegir a otro competidor, y el mismo puede encontrarse a metros de Macy's o bien a un click de distancia.

Amenaza de productos sustitutos (Alto)

La necesidad de compra que los clientes satisfacen con Macy's la pueden satisfacer tranquilamente con otras marcas, ya sea de Estados Unidos o en cualquier parte del mundo. Hay un montón de sustitutos en el mercado. Algunos de los competidores de Macy's, van desde H & M, cosméticos de Dior, hasta Amazon, por supuesto también Nordstrom, JCPenny, Sears, etc. También podemos nombrar los productos de los supermercados los cuales son más económicos que los productos de Macy's, por lo que esta empresa tiene también amenaza de precios. Entonces, la amenaza de encontrar un buen sustituto ya sea en precio o en calidad es muy alta, esto atenta con el mantenimiento de la cuota del mercado de la industria.

Poder de negociación de los proveedores (Bajo)

Macy's tiene la ventaja de que es la tienda minorista más grande de Estados Unidos, con más de 800 sucursales distribuidas en todo el país, lo que sobran son proveedores que quieren vender sus productos en dichas tiendas. Por lo tanto, el poder de negociación de los proveedores es bajo porque hay muchos proveedores disponibles en el mercado para Macy's. Las tiendas departamentales sirven a los proveedores para hacer conocer sus productos y llegar a más público sin necesidad de invertir grandes montos de capital, vender mediante una importante cadena de retail ayuda también a los proveedores a colocar stock a la venta. Los proveedores eligen vender en Macy's porque mediante un acuerdo pueden llegar con sus productos a todo Estados Unidos. El poder de negociación es bajo dado que, además de la ventaja de vender sus productos en Macy's si un proveedor reduce los precios, los otros proveedores también tienen que reducir sus precios para mantenerse competitivos, por lo tanto, Macy's corre con ventaja ante los proveedores.

Amenaza de nuevos competidores (Medio alto)

Para poder entrar en la industria minorista, las empresas necesitan satisfacer la diferenciación de los productos, la economía de escala y las políticas gubernamentales. Si un nuevo competidor decidiera entrar en el mercado, no sólo tendrán que competir con marcas ya instaladas y reconocidas en el medio sino también tiene que competir con empresas que tienen canales de distribución relativamente maduros, canales de financiamiento y economía de escala. Como resultado, es difícil entrar en la industria y competir contra las tiendas ya instaladas en el mercado. El problema que afronta toda la industria es que hoy los competidores entran al juego virtualmente, entonces, quizás un Amazon o un Alibaba podrían transformarse en competidores directos. El auge de la economía y producción china, han ayudado también a la proliferación de la industria del fast-fashion, negocio que compite de cerca con Macy's debido a que la venta de indumentaria representa más del 80% de los ingresos.

Rivalidad entre las empresas (Alta)

El nivel de competencia entre los competidores existentes en la industria es muy alto. Los tres principales competidores de Macy's Department Stores Inc. son Dillard's, Inc., J.C. Penney Corporation, Inc. y Nordstrom. Las distintas tiendas por departamentos tienen que competir entre sí por precio, calidad y el servicio que ofrecen, dado que además, la tasa de crecimiento de todo el mercado es baja, y la mayoría ofrecen los mismos productos por un

precio similar o menor, la diferenciación es la parte más desafiante de la industria y la innovación será clave a la hora de retener y ganar cuota de mercado, las tiendas departamentales también deberán enfocarse en cómo eficientizar los costos fijos y así ganar en márgenes operativos.

CUADRO 7: LAS 5 FUERZAS DE PORTER EN MACY'S INC.



Universidad de
San Andrés

VI. ESTRATEGIA DE VENTAS

Enfrentando una de las caídas más duras de su historia, Macy's está recurriendo a un programa de lealtad orientado específicamente a sus mejores clientes, en un momento en que muchos de ellos pueden sentirse atraídos hacia otras cadenas.

La compañía, que busca revertir los trimestres de decrecimiento de ventas comparables, está introduciendo un sistema de recompensas por niveles, en el cual otorga a sus principales compradores un 5% de lo que gasten en el año como crédito en la tienda, para aquellos clientes que gastan \$ 1.200 o más dólares al año, junto con envío gratis.

Macy's dice que introducirá muchas más funciones en 2018, incluyendo ventajas como el acceso temprano y exclusivo a una nueva fragancia o lanzamientos de productos.

Esta nueva versión del programa de lealtad "Star Rewards" se debe a un giro en el mismo dado que la versión anterior del programa de fidelización no alcanzó las expectativas.

El objetivo del nuevo programa, que toma prestadas las tácticas de las cadenas exclusivas como Bloomingdale's, es tener un esquema más simple, que se centre en la lealtad en lugar de recompensas, yendo mucho más allá de las ofertas. Este nuevo lanzamiento es también es una prueba importante para el nuevo CEO, Jeff Gennette. La actualización de Star Rewards es su primera gran iniciativa. Además, el programa es una piedra angular del plan de reestructuración, y tiene como objetivo restaurar la reputación de Macy's como un lugar especial para comprar, en lugar de elegir a otro minorista.

Lo que está en juego para el programa de lealtad no podría ser más alto. Macy's obtiene aproximadamente el 50% de sus \$ 25 mil millones en ventas anuales del 10% de sus clientes, los que gastan al menos \$ 1,200 al año en la cadena. Según los expertos, ganar un nuevo cliente es diez veces más caro que atraer a uno actual.

El comercio electrónico y la remodelación de tiendas son esenciales para la prosperidad de cualquier minorista, pero los programas de lealtad son igual de importantes: Ulta Beauty, de Ulta, uno de los mayores competidores del negocio de Bluemercury en los últimos años, obtuvo más del 80% de sus ventas de los miembros de su programa de recompensas "Ultamate". Amazon.com ofrece envío gratuito de dos días con su programa de lealtad "Prime", al cual el 50% de los hogares estadounidenses se suscribirán para el próximo año, según la firma de Wall Street Cowen & Co.

Mientras tanto, Kohl's y JC Penney, dos de los principales competidores de Macy's, han transformado radicalmente sus programas de recompensas en el pasado reciente; Kohl's tiene más de 30 millones de miembros.

A. Programa de Lealtad – Stars Rewards¹⁶

Macy's está adoptando un sistema escalonado con recompensas monetarias, basadas en el nivel de gasto del cliente, una estrategia que toma prestada de las aerolíneas y los grandes almacenes de gama alta. El programa segmenta a los clientes en:

- **Platinum:** los clientes que gastan más de \$ 1.200 al año obtienen un 5% en recompensas canjeables por cualquier mercancía; envío gratis sin pedido mínimo; y un 25% de descuento con cupones de Star Pass, sin restricciones con respecto a los días en los cuales pueden usarlos.
- **Oro:** para aquellos que gastan de \$ 500 a \$ 1.200 al año, las recompensas son el envío gratis y el 25% de descuento con cupones de Star Pass.
- **Plata:** los clientes que gastan menos de \$ 500 en un año obtienen los cupones Star Pass del 25%.

Por ejemplo, los miembros platinos pueden usar el crédito Star Rewards del 5% en cualquier artículo de la tienda, incluida marcas como Under Armour y Nike que normalmente no permiten cupones emitidos. El 5% de recompensas canjeables funciona como una especie de tarjeta de regalo. Es similar a Cash de Kohl, pero en el caso de Macy, sólo los grandes gastadores pueden ganar ese crédito.

La simplicidad del programa es por diseño: Macy's ha sido históricamente conocido por la complejidad de sus promociones, con ofertas superpuestas, lo que generaba confusión. Eso pone a cualquier cadena en desventaja con respecto a otros minoristas. "Si todos son especiales, entonces nadie es especial", dice Jonathan Klezel, Líder de Viajes y Transporte de los Estados Unidos y experto en programas de lealtad de la consultora PwC. "Tradicionalmente, los programas de lealtad minorista han sido básicamente tarjetas de fidelización", agregó.

Macy's quería que el programa se reiniciara antes de la importante temporada navideña. El envío gratuito se ha convertido en una expectativa estándar de los compradores y se espera que el cliente reaccione positivamente ante estos incentivos.

¹⁶ Fuente: Fortune

Para sacar más provecho del nuevo programa, Macy's planea aprovechar su poder con los proveedores para organizar eventos exclusivos para miembros platino, a medida que expande el programa para el próximo año. Otros incentivos incluirían lanzamiento de perfumes y la utilización especial de spas y tiendas lujosas de belleza pertenecientes a Bluemercury.

Macy's también está buscando usar sus asesores de compras personales para ofrecer servicios de clientela de alto nivel, como tener un estilista que mire sus armarios y hacer sugerencias, o tener avants premier de productos específicamente elegidos para ellos.

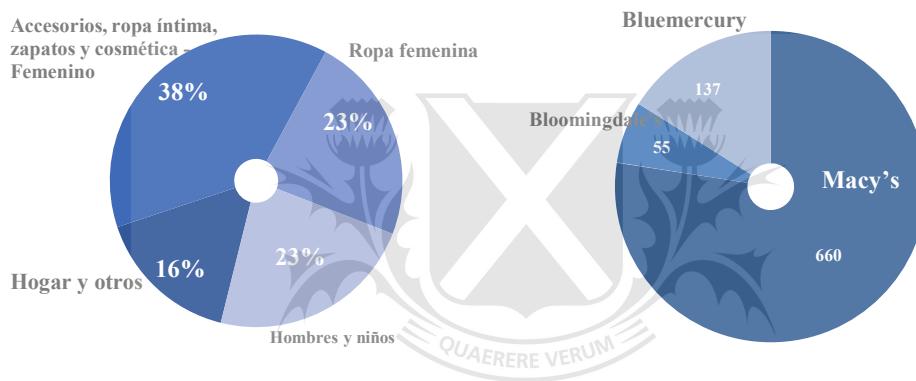
Estas ideas muestran cómo Macy's está diseñando su programa para ser una aspiración, en lugar de simplemente otra forma de obtener ofertas. Y Star Rewards claramente toma prestado del mundo del lujo; no sorprende que los ejecutivos de Bloomingdale's hayan desempeñado un papel activo al ayudar a la cadena hermana Macy's a perfeccionar el programa en los últimos meses.

Este programa deriva de la necesidad de conocer más al cliente que compra en Macy's y de aplicar metodologías de exploración en análisis de las preferencias y percepciones de los consumidores para poder tomar decisiones más rápidas.

B. Estrategia de comercio electrónico

El negocio de Macy's Inc se basa principalmente en indumentaria y accesorios femeninos. Actualmente, las ventas se distribuyen en 3 grandes marcas, en 852 tiendas, siendo las tiendas de Macy's las de mayor preponderancia en el negocio (77%). Durante los últimos años las ventas por categorías se distribuyeron proporcionalmente en los mismos porcentajes de participación, siendo lo más predominante en el negocio la venta de ropa y accesorios femeninos, representando el 61% de los ingresos por ventas.

CUADRO 8: DISTRIBUCIÓN DE LAS VENTAS DE MACY'S INC.

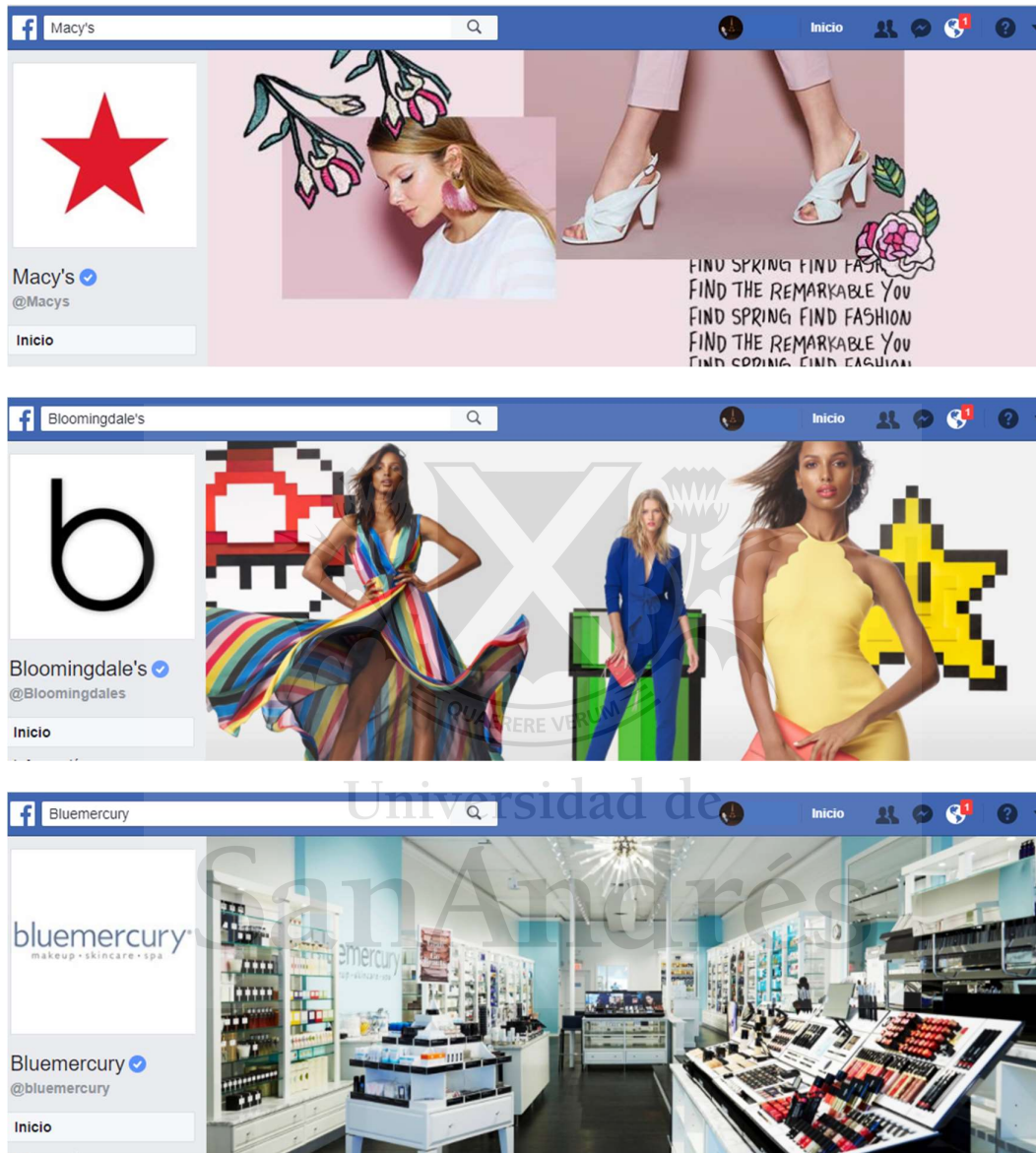


Fuente: Macy's – Elaborado por el autor

En lo que se refiere a la venta online, es notorio al entrar a cada una de las páginas de internet de la empresa, que todas, ya sea se trate de su página principal como de sus redes sociales, a simple vista apuntan a la moda y sobre todo a las mujeres. No obstante, en cada una de estas tiendas se puede encontrar artículos para todos los gustos.

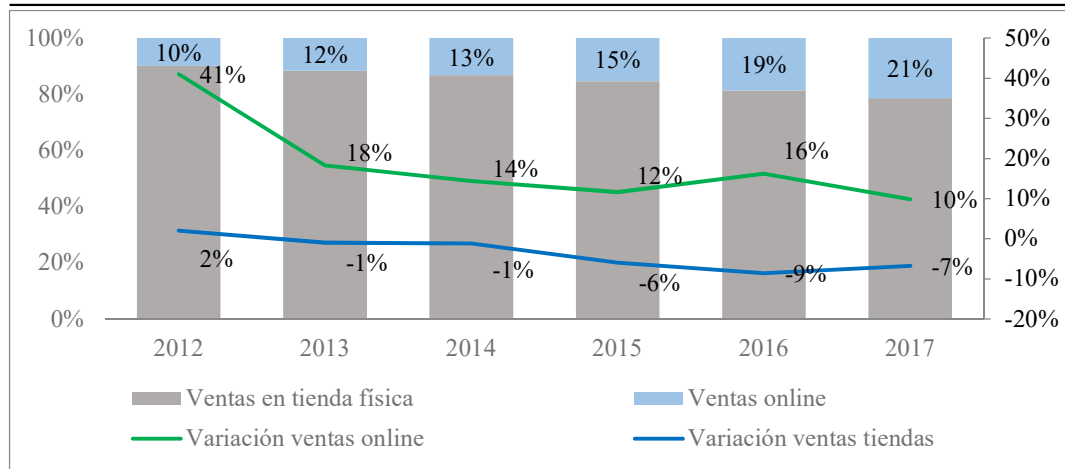
CUADRO 9: ESTRATEGIA DE REDES SOCIALES

FACEBOOK



En paralelo, las ventas de e-commerce año tras año han incrementado su participación sobre el total de las ventas de Macy's, superando el 20% del volumen de ventas totales. Si bien el crecimiento está relacionado al crecimiento de la industria de las ventas online, en el gráfico a continuación se aprecia como las ventas presenciales van perdiendo fuerzas:

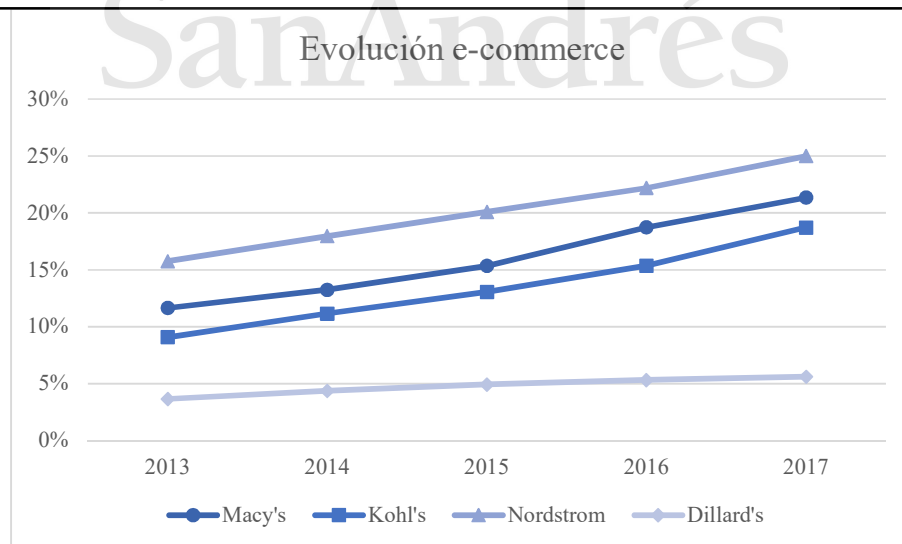
CUADRO 10: CRECIMIENTO VENTAS ONLINE DE MACY'S



Fuente: eMarketer – Elaborado por el autor

La estrategia de ecommerce de Macy's va tomando color, no es de extrañarse dado la alianza con Alibaba, aun así, el mercado espera más de la era de internet y Macy's también, siendo que los crecimientos obtenidos en esta materia son estándar, en comparación con las ventas de la industria. La tendencia de crecimiento de las ventas es bastante pareja entre los competidores, siendo Macy's es la de mayor facturación online

CUADRO 11: COMPETENCIA - VENTAS COMERCIO ELECTRÓNICO



Fuente: eMarketer – Elaborado por el autor

En consecuencia, Macy's se ubica entre las principales empresas de ventas online y se encuentra en el quinto lugar en ventas en estados Unidos:

CUADRO 12: COMPETENCIA - VENTAS COMERCIO ELECTRÓNICO 2017

Compañías	Ventas E-commerce	E-commerce sobre el total de ventas:
1. Amazon.com	\$ 79.268	74,10%
2. Wal-Mart Stores Inc.	\$ 13.484	2,80%
3. Apple	\$ 12.000	5,10%
4. Staples	\$ 10.700	55,50%
5. Macy's	\$ 4.829	17,50%
6. The Home Depot	\$ 4.267	5,00%
7. Best Buy	\$ 3.780	9,40%
8. QVC	\$ 3.722	42,70%
9. Costco Wholesale	\$ 3.618	3,10%
10. Nordstrom	\$ 2.699	18,90%

Fuente: eMarketer – Elaborado por el autor – Ventas e-commerce 2017, en millones de dólares

Macy's tiene aún mucho por trabajar y mejorar en temas relacionados a su comercio electrónico, y el directorio actuará en la consecución de dicha estrategia. De hecho y destacando las políticas implementadas en este negocio, la empresa ha expandido la entrega en el mismo día a 15 mercados en EE. UU. Macy's se siente cómoda con el formato de comprar online mediante un click y recoger por la tienda porque es más rentable que enviar productos a los hogares de los clientes y porque las personas tienden a gastar más cuando entran a la tienda para recoger sus pedidos. El problema es cómo con esta estrategia podría llegar a competir con Amazon. Visto los números en comparación, lejos está Macy's de acercarse al líder del e-commerce.

Igualmente hay que tener en cuenta que Macy's no nació siendo una retail online, entonces acomodarse a este nuevo formato llevará de un fuerte trabajo constante y con visión a largo plazo.

Recientemente Macy's nombró a un nuevo presidente, Hal Lawton, que posee profundos conocimientos en Retail y tecnología, por su vasta experiencia en comercio electrónico de

su época como líder senior en eBay Inc. Este cambio empujará a Macy's a seguir trabajando para que lograr el mejor equilibrio entre la venta presencial y la venta por internet.¹⁷

C. Estrategia de precios rebajados – Tiendas Backstage¹⁸

Hace un par de años ya que en Estados Unidos las grandes tiendas por departamentos están implementando una estrategia de expansión vía outlets, donde ofrecen los mismos productos que venden en las tiendas originales a precios más bajos. Desde la recesión, las cadenas de descuento han sido uno de los segmentos de más rápido crecimiento en la venta minorista, ya que los compradores se inclinan por las marcas de diseñadores con grandes descuentos en los precios de los grandes almacenes.

Los outlets y las cadenas de descuento surgieron para ayudar a deshacerse de mercancía no vendida de la temporada anterior o productos con defectos. Pero ahora, gran parte de lo que se vende ya no está en liquidación y, en cambio, está hecho a medida para tiendas de descuento y de precio.

Macy's no fue la excepción y siguiendo el esquema de competidores como TJX Cos, T.J. Maxx, Marshalls y Nordstrom's, también se sumó a esta iniciativa para fines de 2015.

A pesar de ello, Macy's está revisando su plan de marketing, ampliando las marcas privadas (las cuales actualmente representan el 20% de sus ventas netas)¹⁹ y expandiendo su concepto de Tiendas Backstage, donde venden productos con importantes descuentos, tanto en locales exclusivos como dentro de los espacios tradicionales, con la intención de incrementar el tráfico de clientes. Actualmente estos locales representan un tercio de los metros cuadrados dedicados a la explotación.

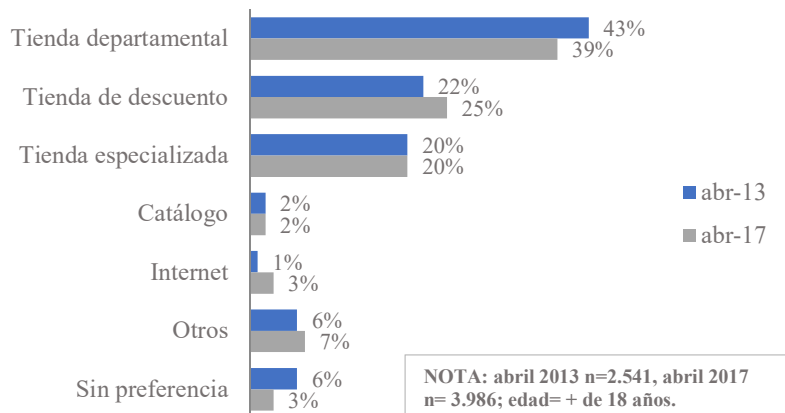
Según una encuesta de Fung Global Retail & Technology, los grandes almacenes son el canal principal para consumidores que necesitan conseguir ropa de mujer. En abril de 2017 el 39% de las usuarias de Internet dijeron que usaban a la tienda departamental como su principal medio para comprar ropa de mujer, aunque eso fue 4 puntos porcentuales menores que en 2013. En la misma línea de comparación, las tiendas de descuento y el canal online crecieron en popularidad en ese mismo periodo de tiempo, según el siguiente gráfico:

17 www.businesswire.com Hal-Lawton-Named-President-Macy's

18 <http://fortune.com/2015/05/05/macys-discount-stores/>, <http://fortune.com/2015/06/29/macys-ceo-off-price/>

19 Annual Report K10, Macy's Inc.

CUADRO 13: CANAL PRIMARIO ROPA DE MUJER



Fuente: Fuente: Fung Global Retail and Technology “Deep Dive – US consumer Survey”. Julio 2017. Elaborado por el autor

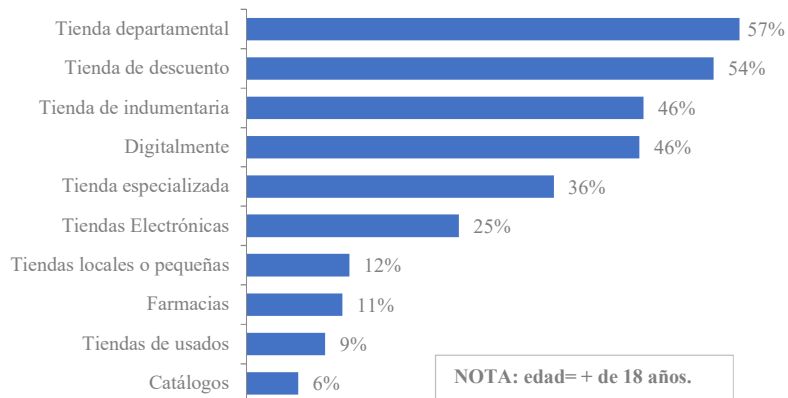
Los consumidores también favorecen a los grandes almacenes cuando se trata de realizar las compras en fechas especiales, de acuerdo con múltiples encuestas de National Retail Federation (NRF) y Prosper Insights & Analytics, más de la mitad (50.9%) de los usuarios de Internet de USA dijeron que en 2016 compraron en grandes almacenes para Acción de Gracias (Black Friday) y la siguiente elección fueron las tiendas de descuento (34.2%). Los grandes almacenes también fueron No. 1 para la vuelta al cole, el Día de San Valentín y el Día del Padre.

Esto demuestra el cuadro siguiente para la encuesta de vuelta al cole en Julio de 2017, donde el 57% de los consumidores habituales de internet planearon sus compras en una tienda departamental especialmente para el inicio del año escolar.

Entonces las tiendas departamentales, según la encuesta fue la primera opción de los usuarios de internet y en segundo lugar lo llevan las tiendas de descuentos.

En definitiva, a la hora de planificar compras especiales o puntuales, podemos decir que los usuarios online no descartan la posibilidad de visitar una tienda física.

CUADRO 14: CANAL ELEGIDO PARA LA VUELTA AL COLE



Fuente: National Retail Federation (NRF) “2017 Encuesta de vuelta al cole”. Julio 2017

A pesar de que las encuestas siguen señalando a las tiendas departamentales como los principales canales de compra, es cierto que a medida que pasan los años van perdiendo de a poco su participación preponderante de años anteriores.

Macy’s no sólo deberá replantearse su estrategia de ventas a nivel presencial y online, sino también su intento de pelear contra sus competidores a través de políticas agresivas de descuentos. A diferencia de sus competidores, donde los mismos han abierto tiendas de precios rebajados a kilómetros de distancia de sus tiendas principales, Macy’s optó por dedicar un espacio a los descuentos dentro de sus tiendas emblemáticas. Esto podría llegar a ser un arma de doble filo, por un lado, se cumple con el objetivo de incrementar el tráfico de personas dentro de las tiendas, pero, por otro lado, el consumidor va a estar condicionado por el precio más bajo siempre, dejando de lado quizás, los productos de precio full.

Una nota reciente escrita por Tonia Garcia, de MarketWatch.com bajo el titular “Retailers de precios rebajados están comenzando a canibalizarse a sí mismos”. Los retailers bajo la modalidad de precios rebajados, que han nacido para hacer frente a la caída del tráfico y consumo en las tiendas presenciales, están también denotando signos de desaceleración del consumo. Según la nota, si bien el resultado de este modelo fue exitoso, se espera para los próximos años una baja entre el 2,7% y 4,2% de reducción del margen operativo. Según los analistas estiman que un factor que contribuye a la reducción de las ventas comparables es que esta nueva modalidad está sobrevalorada, lo que provoca precios y descuentos más competitivos dentro del sector Retail. Los analistas coinciden en que aún es muy pronto para

sacar conjeturas sobre si el modelo de negocio es exitoso o no, por lo tanto, seguramente tendrá un cambio de configuración dentro del mercado, dado que, obtener más descuentos es el modelo usado por las grandes tiendas desde hace mucho tiempo.

Macy's salió al mercado con este modelo de negocio mucho más tarde que sus competidores próximos y esto se debió a que su CEO Terry Lundgren (quien estuvo en su cargo hasta enero de 2018, luego lo sucedió por Jeff Gennette) no estaba del todo convencido con el modelo, sobre todo porque era algo que ya se venía implementando. Su cambio de opinión con respecto a la decisión de salir con sus tiendas Backstage se basó en investigaciones analíticas sobre el comportamiento de las preferencias de los consumidores.

En un principio Macy's se lanzó al mercado con 6 tiendas Backstage, al día de hoy lleva abiertas 52 de las más del 85% están dentro de tiendas Macy's originales.



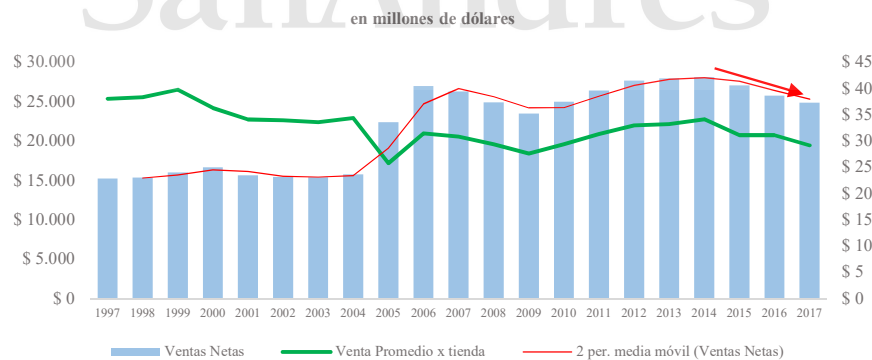
Universidad de
San Andrés

VII. ANALISIS FINANCIERO

La industria del retail, está pasando por un cambio profundo que afecta directamente a las ventas e ingresos de las grandes tiendas, y Macy's no es ajeno a este cambio de preferencias de los consumidores quienes desvían el consumo hacia la compra por internet. La comodidad de no moverse de su casa y que el pedido llegue a las pocas horas e incluso gratis, sumado a la proliferación de los metros cuadrados hace que los retailers tengan un gran desafío de cómo amoldarse a los nuevos tiempos.

Estos cambios profundos con respecto al uso de las nuevas tecnologías en la industria afectaron a Macy's dado que durante los últimos dos años las ventas de la compañía están a la baja en el orden del 4% anual. En 2015 las ventas cayeron en \$1.026 millones de dólares, esto sucedió a pesar de la incorporación de 62 tiendas de Bluemercury. En el 2016 las ventas volvieron a bajar en \$1.301 millones de dólares más, este año si debido al cierre de 41 locales. En 2017 se perdieron \$941 millones de ventas netas, a pesar de que volvieron a bajar, no se perdió tanto como los últimos dos años. No es la primera vez que Macy's pasa por periodos de decrecimiento en las ventas, una curva parecida fue la sufrida entre 2007 y 2009, dónde las ventas no crecieron durante 3 años consecutivos. 2016 y 2017 también presentan este comportamiento el cual se replicará para el año siguiente, según menciones del directorio, entre un 0,5% y un 2%.

CUADRO 15: EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS ANUALES DE MACY'S INC

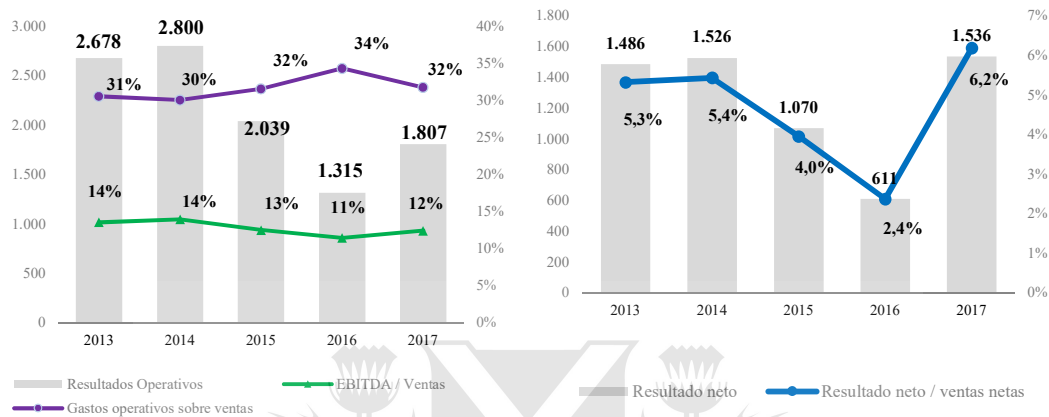


Fuente: Thompson Reuters – Elaborado por el autor

El análisis financiero de Macy's Inc está basado en la información recolectada a través de Thompson Reuters, la información dispuesta por la empresa en su sección de inversiones y

páginas financieras como Yahoo Finance y Google Finance. Si bien la información recolectada data de 1997, vamos a puntualizar el análisis en los últimos 5 años de la empresa, 2013 a 2017.

CUADRO 16: EVOLUCIÓN DE MÁRGENES



Fuente: Formulario 10K Macy's Inc. - Elaborado por el autor

Los resultados operativos de los últimos 3 años han estado muy por debajo que los que la empresa conseguía antes del 2015, perdiendo entre 1,5 y 2,5 puntos porcentuales. A pesar de ello, este último año la empresa recuperó más de dos puntos con respecto al año pasado.

Por otro lado, la reducción en los márgenes se debe, principalmente a la caída en las ventas y consecuentemente por los gastos incurridos en restructuración de las tiendas.

No obstante, con respecto a las ganancias netas, Macy's es una empresa rentable. Este último año, en términos de resultado neta, ha sido el mejor en los últimos 10 años, representando el 6,2% de las ventas netas.

En el siguiente cuadro se puede observar cómo evoluciona el Ebit sobre las ventas durante los últimos 5 años, de 2013 al 2017, en promedio el porcentaje promedio de las Ganancias antes de impuestos e intereses ronda el 12,8% de las ventas.

CUADRO 17: EVOLUCIÓN EBIT Y EBITDA

EBIT ajustado y el EBITDA ajustado como % de ventas	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas Netas	27.931	28.105	27.079	25.778	24.837
Resultado neto	1.486	1.526	1.070	611	1.536
Resultado neto / ventas netas	5,3%	5,4%	4,0%	2,4%	6,2%
Resultado neto	1.486	1.526	1.070	611	1.536
Costos de restructuración, desvalorizaciones, cierre de tiendas y otros	88	87	288	479	186
Cargos por liquidación	0	0	0	98	105
Intereses netos	388	393	361	363	310
Primas netas por pago anticipado de la deuda	0	17	0	0	-10
Impuesto a la renta federal, estatal y local	804	864	608	341	-29
EBIT Ajustado	2.766	2.887	2.327	1.892	2.098
EBIT / Ventas	9,9%	10,3%	8,6%	7,3%	8,4%
Amortizaciones y depreciaciones	1.020	1.036	1.061	1.058	991
EBITDA Ajustado	3.786	3.923	3.388	2.950	3.089
EBITDA / Ventas	13,6%	14,0%	12,5%	11,4%	12,4%

Fuente: Formulario 10K Macy's Inc. - Elaborado por el autor – En millones de dólares

Otra palmada en la espalda para Macy's Inc fue el indicador de "same store sales". Luego de haber presentado una caída de 11 trimestres consecutivos, el último cuatrimestre fue positivo y esto genera motivación y expectativas de que las decisiones tomadas han sido correctas.

CUADRO 18: EVOLUCIÓN DEL INDICADOR SAME STORE SALES

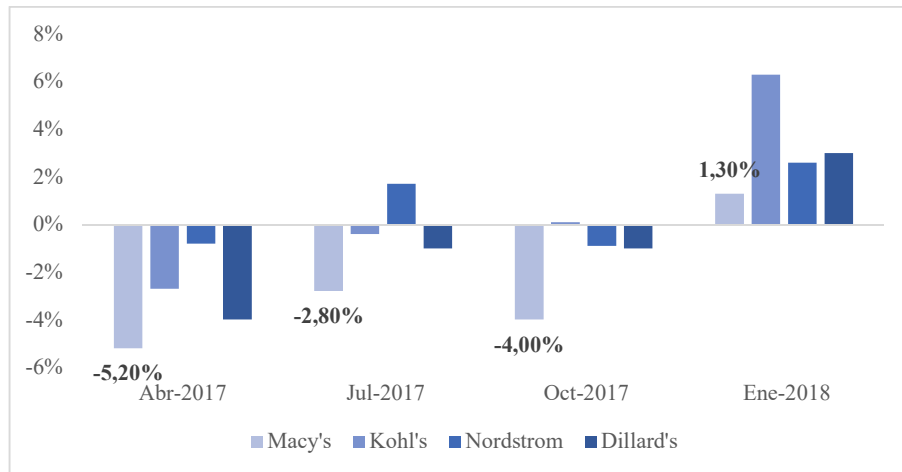


Fuente: Thompson Reuters – Elaborado por el autor

En los últimos 4 trimestres la variación de este indicador se puede notar prácticamente el mismo comportamiento para el resto de los competidos de Macy's.

Si bien para la compañía el indicador positivo luego de 11 trimestres negativos es una muy buena noticia, también lo fue para el resto del mercado. Tanto para bien como para mal, Macy's sufre una variación más negativa que resto, se puede observar que cuando un trimestre es negativo, Macy's es el más negativo, así como en contraposición en el trimestre de Enero 2018 el indicador fue positivo pero fue el menos positivo para Macy's.

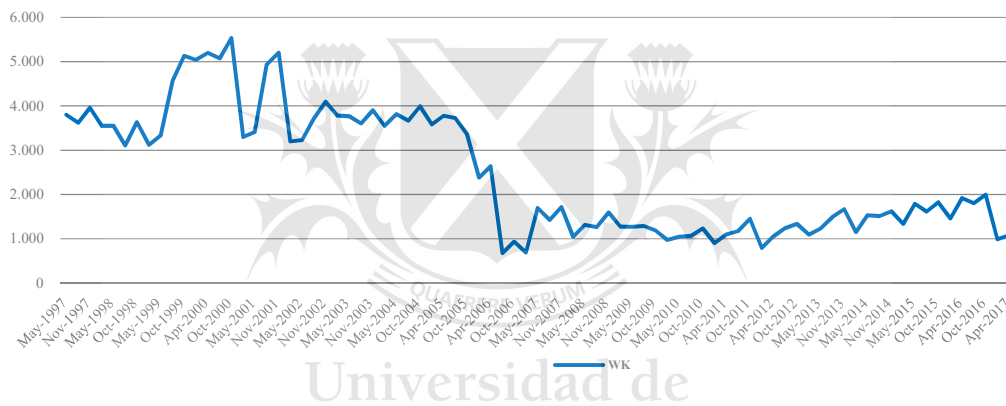
CUADRO 19: COMPARATIVO SAME STORE SALES VERSUS COMPETENCIA



Fuente: e-Marketer Retail – Elaborado por el autor

Con respecto a las ventas, la evolución durante los últimos veinte años de la compañía (1998 – 2017) no presenta grandes sobresaltos, salvo durante el 2005 dónde hubo una disrupción importante de este indicador, debido a la adquisición, ya antes mencionada, de The May Department Stores Company. Dicha adquisición incrementó más del 40% las ventas. Paralelamente esta fusión vino acompañada de un acuerdo crediticio con el Citibank, con el cuál bajaron considerablemente los días de cobro de las cuentas corrientes de la compañía, mediante la financiación de las ventas al por menor con tarjetas de créditos propias, lo que impactó directamente en una importante caída del capital de trabajo en los años siguientes.

CUADRO 20: EVOLUCIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO

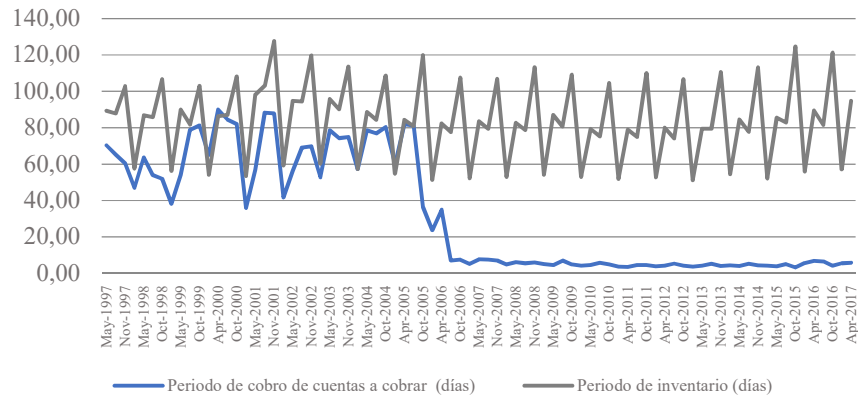


Fuente: Thomson Reuters – Elaborado por el autor

Antes del acuerdo con el banco, la empresa tenía un promedio de días para el cobro de las ventas de 66 días, que luego bajó a 5 (Línea Periodo de cobro de cuentas a cobrar).

El periodo de días de inventario se ubica en promedio de los 80 días, los picos que denota el gráfico se deben al incremento del inventario previa a la temporada de invierno y el salto brusco previo a navidad y año nuevo, dada la estacionalidad de la industria.

CUADRO 21: EVOLUCIÓN DE INDICADORES DE LIQUIDEZ



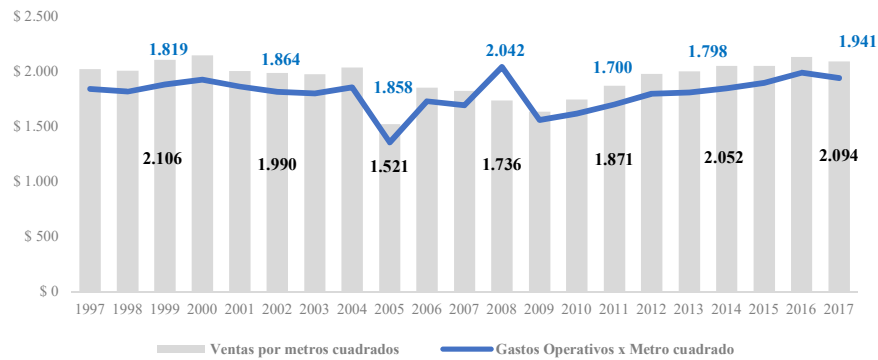
Fuente: Thompson Reuters – Elaborado por el autor

Para entender la compañía, podemos dividir los últimos veinte años de Macy's en dos periodos de tiempos, uno antes de la adquisición de las 400 tiendas de May Department Store, y otro luego de este momento, 2006 en adelante.

Se podría decir que la adquisición de May fue un gran acierto estratégico, dado que se notó el gran impacto, no sólo a nivel volumen de ventas, sino también a nivel metros cuadrados y cantidad de tiendas. Prácticamente el crecimiento fue el doble, pasando en 2005 de 459 a 868 tiendas y de 7.7 millones de metros cuadrados a 14.7 millones.

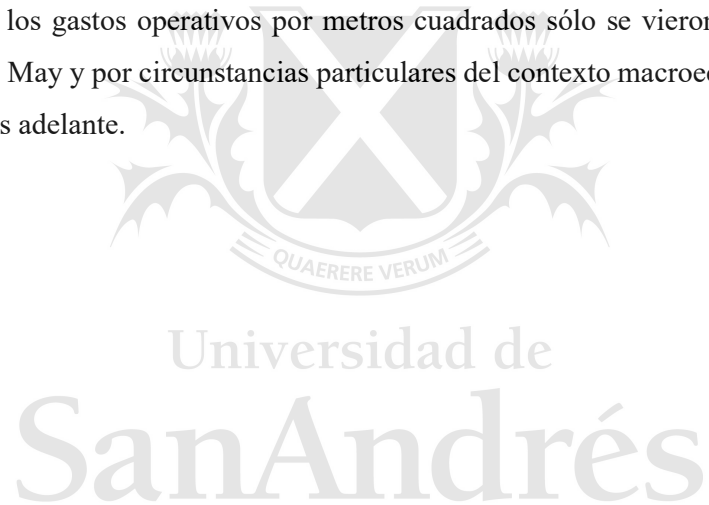
Si miramos en detalle algunos indicadores podemos ver que antes de 2005, el promedio de ventas por metro cuadrado superaba levemente al promedio de la industria (\$2 mil dólares usd) colocándose en \$2.037 dólares, luego de la inversión en la adquisición de May este mismo indicador se ubicó promediando los \$1.915 dólares por metro cuadrado. Es decir, en los últimos 11 años, si bien la empresa ganó en ingresos, con la incorporación de tiendas tuvo una leve caída del 6% en los dólares de ventas por metros cuadrados. Situación que denota una recuperación en los últimos años 5 años.

CUADRO 22: EVOLUCIÓN VENTAS POR METROS CUADRADOS



Fuente: Thompson Reuters – Elaborado por el autor

Por otro lado, los gastos operativos por metros cuadrados sólo se vieron afectados con la adquisición de May y por circunstancias particulares del contexto macroeconómico de 2008 explicados más adelante.



CUADRO 23: EVOLUCIÓN RETORNO SOBRE INVERSIONES DE CAPITAL

RETORNO SOBRE INVERSIONES DE CAPITAL	2013	2014	2015	2016	2017
Resultados Operativos	2.678	2.800	2.039	1.315	1.807
Activos fijos - netos	8.063	7.865	7.708	7.317	6.845
Resultados Operativos sobre Activos fijos	33,2%	35,6%	26,5%	18,0%	26,4%
Resultados Operativos	2.678	2.800	2.039	1.315	1.807
Costos de restructuración, desvalorizaciones, cierre de	88	87	288	479	186
Cargos por liquidación	0	0	0	98	105
Amortizaciones y depreciaciones	1.020	1.036	1.061	1.058	991
Gastos de alquiler - netos	287	298	321	339	349
* Bienes inmuebles	268	279	301	319	325
* Propiedad privada	11	12	12	11	10
* Amortización diferida de alquileres	8	7	8	9	14
Resultados operativos ajustados	4.073	4.221	3.709	3.289	3.438
Activos fijos - netos	8.063	7.865	7.708	7.317	6.845
Amortizaciones y depreciaciones acumuladas	6.007	5.830	5.457	5.088	4.733
Valor capitalizado de arrendamiento no capitalizados	2.296	2.384	2.568	2.712	2.792
Otros activos y pasivos seleccionados	2.613	2.735	2.749	2.654	2.149
* Cuentas por cobrar	339	336	338	402	327
* Inventarios	6.065	6.155	6.226	6.012	5.712
* Gastos prepagos y otros activos corrientes	398	443	453	456	422
* Otros activos	659	784	775	881	830
* Proveedores por pagar	-2.520	-2.472	-2.366	-2.173	-2.115
* Cuentas por pagar y otros pasivos	-2.328	-2.511	-2.677	-2.924	-3.027
Activos fijos ajustados	18.979	18.814	18.482	17.771	16.519
ROIC	21,5%	22,4%	20,1%	18,5%	20,8%

Fuente: Formulario 10K Macy's Inc. - Elaborado por el autor – En millones de dólares

En los últimos 5 años, el retorno sobre los activos fijos de la empresa se encuentra en torno al 20,7% promedio.

Inventarios

Los inventarios de mercaderías se valoran mediante el método último en entrar, primero en salir (LIFO). Lo que refleja costos más actuales de los productos vendidos.

Las rebajas permanentes designadas para la actividad de liquidación se registran cuando la utilidad del inventario ha disminuido. Factores considerados en la determinación de rebajas permanentes incluye la demanda actual y anticipada, las preferencias del cliente, la antigüedad de la mercancía y las tendencias de la moda. Cuando se toma la decisión de marcar permanentemente la mercancía, la reducción del margen bruto resultante se reconoce en el período en que se registra la rebaja.

Los inventarios físicos generalmente se toman dentro de cada departamento de mercancías anualmente, y los registros de inventario se ajustan en consecuencia, resultando el registro de la contracción real. Si bien no es posible cuantificar el impacto de cada causa de contracción, la Compañía tiene programas de prevención de pérdidas y políticas que están destinadas a minimizar la contracción. Los inventarios físicos se toman en todas las ubicaciones de las tiendas para sustancialmente todas las categorías de mercaderías, aproximadamente tres semanas antes del final del año fiscal. La contracción se estima como un porcentaje de las ventas en períodos intermedios y para este período aproximado de tres semanas, basado en tasas históricas de contracción.

Tiendas

Macy's Inc. dispone para todas sus marcas diferentes formas de contrato con respecto a sus tiendas. El 60% de los metros cuadrados donde operan son de propiedad de Macy's, los cuales podremos identificar con la letra "P" de propio en el siguiente cuadro. Mientras que los restantes se dividen entre arrendamientos ("A") y terrenos arrendados ("AT"), en este último formato Macy's participó de la construcción de la tienda, pero el terreno es alquilado.

CUADRO 24: COMPOSICIÓN DE METROS CUADRADOS

Propiedad	Tiendas	Metros 2	Composición
P	375	7.177	61%
A	359	2.649	22%
AT	118	2.035	17%
Total general	852	11.861	100%

Fuente: Macy's Inc. – En miles de metros cuadrados - Elaborado por el autor

Las propiedades de la Compañía consisten principalmente en tiendas e instalaciones.

La compañía también posee o arrienda otras propiedades, incluyendo oficinas corporativas en Cincinnati y Nueva York y otras instalaciones en las que se realizan funciones de apoyo operacional centralizadas.

Las operaciones de la compañía, durante el 2017 se desarrollaron en 852 tiendas, que comprenden un total de aproximadamente 12 millones cuadrados. De tales tiendas, 375 eran de propiedad, 359 fueron arrendadas, 118 tiendas operaron bajo los acuerdos en los que la Compañía era propietaria del edificio y arrendaban el terreno.

Todas las propiedades se mantienen libres de hipotecas. Según los acuerdos con varios centros comerciales, la Compañía está obligada a operar ciertas tiendas por períodos de hasta 20 años. La mayoría de los contratos de arrendamiento requieren que la Compañía pague impuestos de bienes raíces, mantenimiento y otros costos; algunos también requieren pagos adicionales basados en porcentajes de ventas y otros contienen opciones de compra. Algunos de los arrendamientos de bienes raíces de la Compañía tienen términos que se extienden por un número significativo de años y proporcionar tarifas de alquiler que aumentan o disminuyen con el tiempo.

Arrendamientos

La Compañía reconoce los alquileres mínimos de arrendamiento operativo en línea recta durante el plazo del arrendamiento. Ejecuta los costos tales como impuestos y mantenimiento de bienes raíces, y alquileres contingentes como los basados en un porcentaje de ventas son reconocido como incurrido.

El plazo del arrendamiento, que incluye todos los períodos de renovación que se consideran razonablemente seguros, comienza en la fecha la Compañía tiene acceso a la propiedad arrendada. La Compañía recibe contribuciones de los propietarios para financiar edificios y mejoras arrendatarias. Dichas contribuciones se registran como renta diferida y se amortizan como reducciones al gasto por arrendamiento durante el plazo de arrendamiento.

Macy's, como tal es un retail que opera hace muchos años en Estados Unidos, sus ubicaciones más antiguas se encuentran en las principales ciudades como California, New York, Chicago, Miami, Filadelfia, donde sus tiendas tienen en promedio 136 años de antigüedad.

CUADRO 25: ANTIGÜEDAD DE LAS TIENDAS MACY’S

Tipo Propiedad	Periodo de años	Antigüedad
Propias	Hasta 50 años	30
	Entre 50 y 99 años	57
	Más de 100 años	145
Total Propias		35
Arrendadas	Hasta 50 años	27
	Entre 50 y 99 años	58
	Más de 100 años	114
Total Arrendadas		34
Tienda Propia, Terreno Arrendado	Hasta 50 años	29
	Entre 50 y 99 años	56
Total Terreno arrendado		32
Total Promedio general		34

Fuente: Macy’s Inc. – Elaborado por el autor

Sean tiendas propiedad de la compañía o arrendadas, mediante el cuadro N° 25, podemos notar la cantidad de años promedio de vida que llevan las tiendas en su distintos formatos. Por lo tanto, ya sea que la propiedad se venda o que se cancele el contrato de alquiler, los gastos intrínsecos del desarme de cada uno implica una gran puesta en marcha y reconocimiento de pérdidas que impactarían de lleno en el estado de resultados de la compañía. También el impacto se dará a nivel social y conyuntural de la comunidad de Macy’s, que no solo está acostumbrada a ir de compras a sus tiendas si no también por la gran cantidad de puestos de trabajo que provee esta empresa.

A. Conclusiones del análisis financiero

Del análisis financiero de Macy's podemos notar que la empresa en materia de indicadores es bastante estable. Hubo tres momentos de stress financiero en la vida de esta compañía durante los últimos 20 años.

Los primeros dos momentos de crisis los tuvo en el segundo semestre del año 2000 y luego a mediados de 2002, los cuales podemos asociar a que la Compañía registró cargos por deterioro de activos y reestructuración relacionados con sus negocios de Fingerhut. Un año atrás Macy's había adquirido este negocio, especialmente para el desarrollo de su estrategia de llegar a más clientes a través de medios no tradicionales, como la venta por catálogo a través de internet o marketing directo. Además, se sumó el cierre de una de las unidades de negocios de compañía, la división de tiendas por departamento de Stern convirtiendo sus locales en tiendas Macy's y Bloomingdale's.

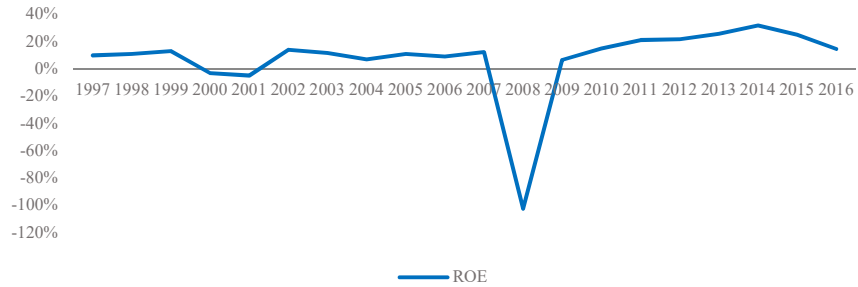
Durante este periodo la compañía estuvo invirtiendo en la compra de diferentes retailers localizados en varios estados a los cuales el logo de Macy's aún no llegaba (Hawai, Guam, Puerto Rico), por lo que las inversiones de capital fueron muy fuertes.

Durante el 2009 las operaciones de la Compañía estuvieron impactadas por las presiones competitivas del resto de los grandes almacenes, tiendas especializadas y canales de distribución. En el contexto de aquel entonces, las operaciones se vieron afectadas por la reducción del nivel general de gasto del consumidor, incluyendo el impacto de las condiciones económicas generales. Por este entonces, el nivel de gasto de los consumidores se había visto afectado negativamente por una serie de factores, entre ellos la disminución sustancial del nivel general de la actividad económica y la crisis por la que atravesaron los activos inmobiliarios y de inversión, los aumentos sustanciales del pesimismo de los consumidores debido al desempleo y al aumento de los costos de las necesidades básicas. Además de un significativo endurecimiento del crédito al consumo. Estas condiciones generaron la reducción de la cantidad de fondos que los consumidores estaban dispuestos y eran capaces de gastar por compras discrecionales.

Debido al contexto macroeconómico del país, y en relación a la adquisición en 2005 de May, las proyecciones de la Compañía no eran favorables por lo que tuvo que reflejar una reducción del fondo de comercio (impairments), es entonces que este año se puede apreciar un cargo relacionado con el deterioro no monetario, por un monto estimado de \$ 5,382

millones de dólares. Este cargo genera un pico negativo en los indicadores de los resultados de la empresa, como por ejemplo en el ROE, obtenido mediante el método Dupont.

CUADRO 26: EVOLUCIÓN DEL ROE – POR DUPONT

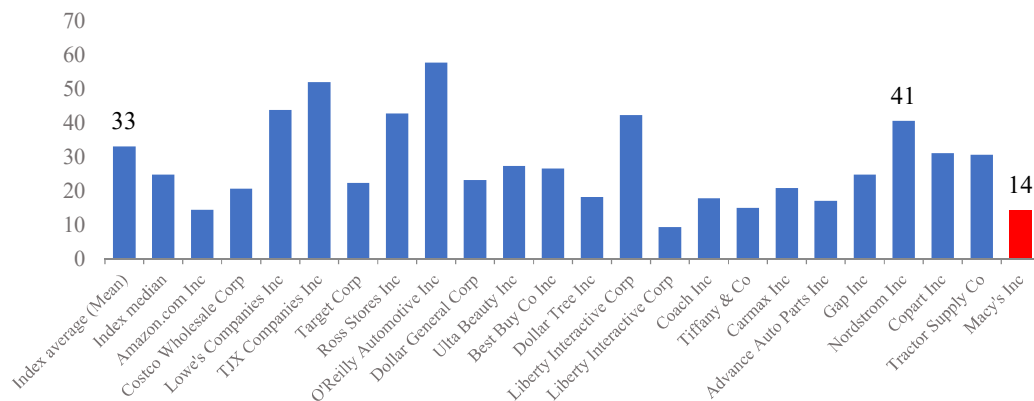


Fuente: Thomson Reuters – Elaborado por el autor

Con respecto a este indicador, podemos decir que en los últimos años de Macy's el mismo fue en caída, pasando de un pico histórico de 32% en 2014, a un 14% en el 2016. Se puede observar además el impacto que tuvo la crisis financiera global de 2007 en el retorno de la firma en 2008.

En comparación con otros competidores de la industria, podemos ver que Macy's se ha quedado muy por debajo del promedio:

CUADRO 27: COMPETENCIA – INDICADOR ROE (%)

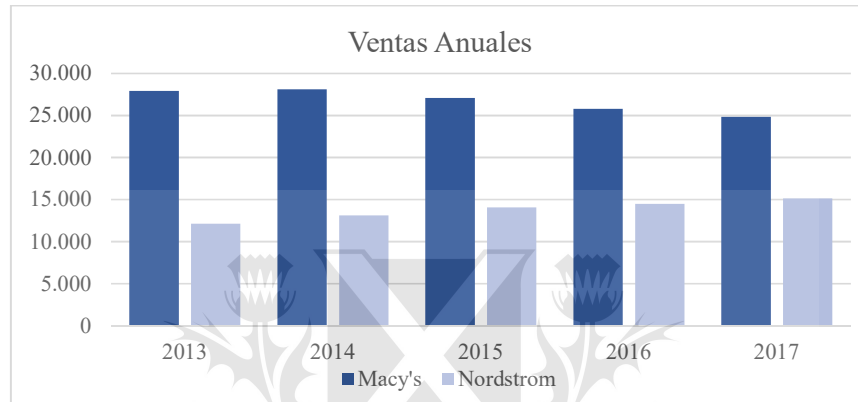


Fuente: Thomson Reuters – Elaborado por el autor

Quedando a la par de empresas como Amazon y Tiffany, pero por debajo de competidores más directos como Nordstrom y Gap.

Igualmente, Macy's facturó en 2013 más del doble que Nordstrom, aunque en el último balance sólo la superó por un 65%.

CUADRO 28: COMPARATIVO DE VENTAS – MACY'S VS NORDSTROM



Fuente: e-Merketer Retail – Elaborado por el autor – En millones de dólares

Desarmando el indicador ROE por partes, según gráfico a continuación, podemos interpretar 3 indicadores por separado: ROA (retorno sobre activos), ROS (retorno sobre ventas) y por último, ROI (retorno sobre las inversiones)

CUADRO 29: ANALISIS FINANCIERO – INDICADOR ROE (%)

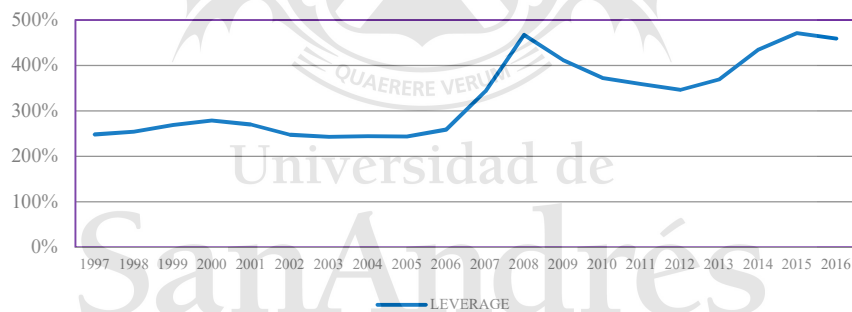


Fuente: Thompson Reuters – Elaborado por el autor

Notamos que la rentabilidad sobre los activos (ROA) fue en constante crecimiento a partir del 2005 en adelante. Este indicador mide el número de veces que se recupera los activos vía las ventas, demuestra a partir de 2008 la eficiencia en la utilización de los activos para generar ingresos, dado que el mismo estuvo por arriba del 100% desde este entonces y hasta ahora. Debido a este indicador de eficiencia, la Rentabilidad sobre la Inversión (ROI) que obtuvo Macy's en promedio en los últimos 7 años fue del 5% anual, a pesar que en el último año la misma ha estado por debajo del promedio (3,1%).

Con respecto a cómo se financia la empresa, podemos decir que antes del 2008 la empresa tenía niveles de endeudamiento que no superaban el 300% de su capital propio, ubicándose en un promedio de 258% de endeudamiento, luego de la crisis, y tal cual como muestra el grafico siguiente el nivel de endeudamiento sobrepasó el 400%, los cuales se mantienen hasta el día de hoy.

CUADRO 30: APALANCAMIENTO FINANCIERO



Fuente: Thompson Reuters – Elaborado por el autor

Desde el segundo trimestre de 2013 la evolución de las ventas interanual fue en decrecimiento y en los últimos dos años el porcentaje de caída estuvo entre el 4% y el 5%, 2016 y 2017 consecutivamente.

En los últimos años, la caída de las ventas está complicando el margen operativo, el cual se mantenían históricamente alrededor de un 9%, pero desde 2016 se ha ido comprimiendo hasta llegar cerca del 6%, recuperándose en el último balance por encima del 7%. Esto es así aun cuando la empresa ha logrado pequeñas reducciones de los gastos de estructuras, administrativos y comerciales en aproximadamente un 2% anual, lo cual no ha sido

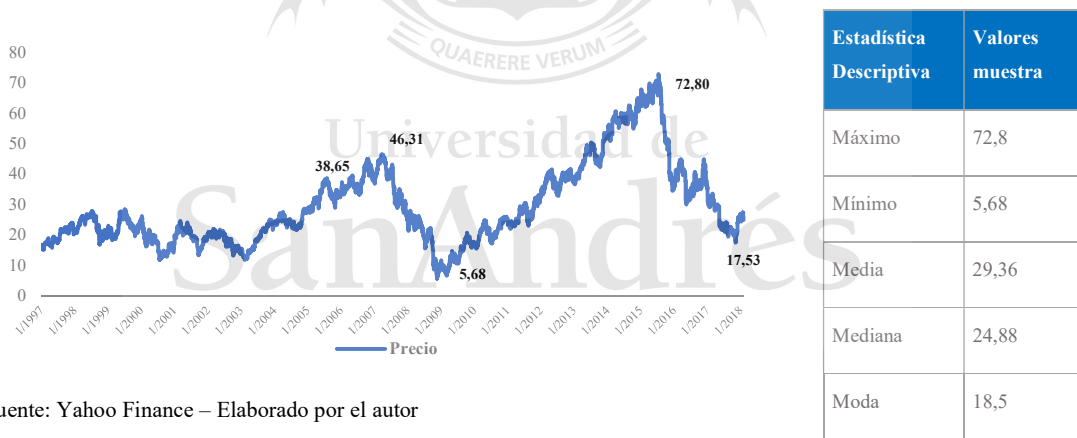
suficiente para compensar una peor absorción de gastos fijos ante la caída de las ventas en los últimos periodos.

A pesar de notar este menor nivel de actividad, la compañía tiene la particularidad de ser muy constante con el manejo de su margen bruto, manteniendo un 40% promedio durante los últimos 20 años contemplados.

A pesar de los altibajos que podemos llegar a encontrar, podemos concluir que financieramente Macy's es saludable, que a pesar de estar pasando por una etapa de estancamiento y caída de las ventas. La estrategia se centra en encontrar el punto exacto entre tiendas abiertas, metros cuadrados y ventas, para poder mantener los objetivos de rentabilidad sin descuidar las necesidades de los clientes y consumidores, adaptándose a las nuevas tecnologías y desafíos del siglo en curso.

Evolución de la cotización de la firma

CUADRO 31: EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN DE MACY'S



Fuente: Yahoo Finance – Elaborado por el autor

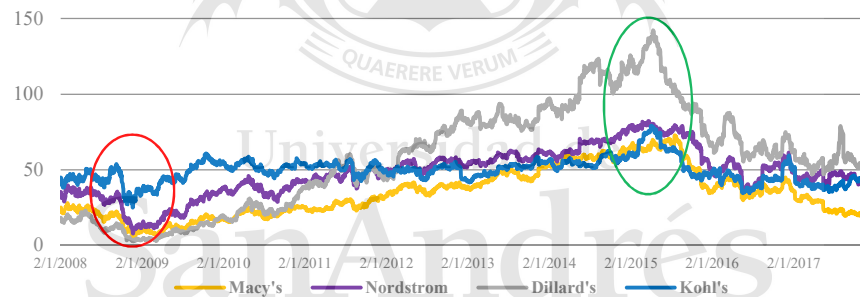
Superada la crisis macroeconómica que trajo aparejada la burbuja de las hipotecas Subprime en Estados Unidos, el precio de la acción de Macy's parecía no tener techo. De un precio mínimo de \$5,68 logrado en noviembre de 2008 a un pico máximo de \$72,80 en Julio 2015, esos años fueron de constante crecimiento y revalorización de la empresa, lo cual le permitió adquirir Bluemercury y generar una alianza estratégica con un socio chino. Mientras el crecimiento en dólares se daba año tras año, al mismo tiempo crecían competidores de internet que iban ganando mercado a los grandes almacenes. Seguramente este no sea el único factor de la desaceleración de Macy's y demás tiendas departamentales, que están

sufriendo la contracción del negocio día a día. Sumado a esto y particularmente en Estados Unidos, los cambios en la política de gobierno y la incertidumbre con respecto a ello también cambiaron las normas del juego. Es por ello que luego del pico máximo en noviembre de 2015 y tras pronosticar dos trimestres de declive de indicadores de ventas, es donde la confianza del mercado comienza a jugarle en contra a Macy's, provocando una caída libre desde ese entonces.

A febrero de 2018 el precio de la acción se encuentra en torno a los \$25 dólares, si bien se desconoce el piso al que puede llegar, el directorio de la empresa está haciendo y reformulando todo lo posible para que la empresa consiga revalorizarse.

Los años 2008 y 2009 no fueron buenos para ninguna de las tiendas departamentales de Estados Unidos, entre los competidores directos de Macy's podemos ver como Nordstrom, Dillard's y Kohl's también sufrieron las consecuencias del contexto:

CUADRO 32: EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN - COMPETENCIA



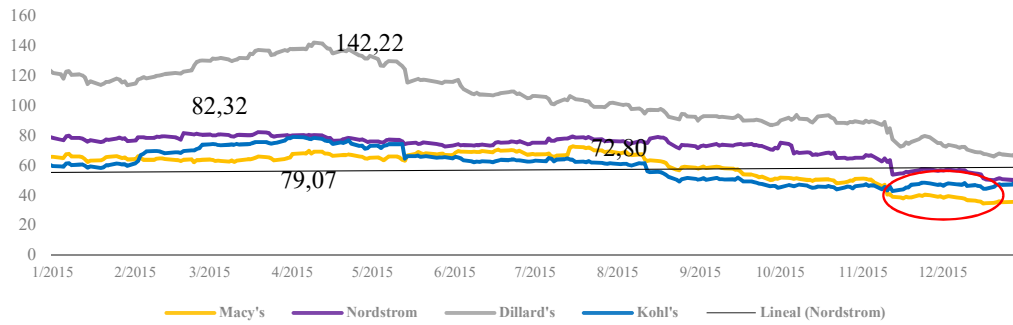
Fuente: Yahoo Finance – Elaborado por el autor

Pero una vez pasada la tormenta puede observarse como todas comenzaron a recuperar valor. Kohl's puede decirse que es la más estable con materia de cotizaciones y Dillard's la que más provecho sacó de la situación.

El 2015 fue el año donde todas tocaron su pico máximo a nivel de valor de sus acciones, el primero en alcanzarlo fue Nordstrom, que en marzo de 2015 llegó a valer \$82,32, luego la siguieron unos días después, en abril, Dillard's y Kohl's. A partir de estos picos puede notarse cómo mientras todas ellas iban perdiendo un poco de valor día tras día Macy's seguía beneficiándose de la racha alcista. Igualmente, el pico no tardó en llegar y para noviembre de 2015 encontró su pico máximo en \$72,80.

Para finales de 2015 todas se encontraban a la baja en mayor o en menor medida:

CUADRO 33: COMPETENCIA - EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN DURANTE EL AÑO 2015



Fuente: Yahoo Finance – Elaborado por el autor

Pero Macy's a diferencia de la competencia, rompe la barrera de los \$40 dólares.

Situación que pudo revertir esporádicamente y que al día hoy ya cotiza por debajo de los \$30 dólares por acción.

A continuación, se presenta un cuadro descriptivo que intenta comparar el impacto de las cotizaciones durante el más reciente y turbulento periodo:

CUADRO 34: COMPETENCIA - EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN DURANTE 2015 - 2017

Periodo bajo análisis 2015 – 2017			
Empresas	Precio Máximo	Precio Mínimo	% Caída Máxima
Macy's	72,80	17,53	-76%
Dillard's	142,22	46,93	-67%
Kohl's	79,07	34,49	-56%
Nordstrom	82,32	36,20	-56%

Fuente: Yahoo Finance – Elaborado por el autor

Teniendo bajo análisis el periodo comprendido entre 2015 y 2017 podemos notar que Macy's ha sido la que mayor caída ha mostrado, bajando de los \$72,80 de noviembre de 2015 a los recientes \$17,53 en noviembre 2017.

Kohl's y Nordstrom han caído prácticamente lo mismo en términos porcentuales. Ambas empresas encontraron el piso al valor de sus acciones en junio del año 2016. Dillard's encuentra el valor mínimo en este periodo en mayo de 2017. Y así como sucedió con el pico máximo, el valor mínimo se hizo esperar hasta noviembre de 2017 luego del cierre del tercer trimestre.



Universidad de
San Andrés

VIII. VALUACIÓN POR FLUJO DE FONDOS

Para la proyección de los flujos de fondos, se utiliza la información histórica reportada por la empresa ante la Comisión de valores (SEC) de Estados Unidos, y procesada por Thompson Reuters, los informes anuales cerrados (Form 10K), como así también las declaraciones de los directivos de la compañía sobre los resultados, y su visión para los próximos años, además de la situación macroeconómica y de industria analizada en este trabajo para entender los distintos escenarios posibles.

VARIABLES A TENER EN CUENTA PARA LA ESTIMACIÓN DE LAS PROYECCIONES:

- La industria del Retail está atravesando un fuerte impacto de entradas de nuevos jugadores al mercado, que tienen origen en la comercialización de ventas por internet, lo que provoca una canibalización de las ventas presenciales. Por lo tanto, las proyecciones de ventas consideran el cierre de tiendas full price, apertura de tiendas outlets y, debido a los comentarios de los directivos de la empresa, se espera el cierre de 100 tiendas divididos entre 2016 y 2018. Esta baja en la cantidad de metros cuadrados disponibles para la venta impacta directamente en el nivel de ventas proyectadas.
- Macy's está desarrollando un comercio electrónico competitivo que crece año tras año, actualmente el porcentaje de participación de las ventas online sobre el total de ventas es del 21%, se espera que para fines de 2022 este porcentaje este alrededor del 30% aproximadamente.
- Con respecto a la economía de Estados Unidos, se utilizó como variable macroeconómica el volumen el PBI de ese país, como comparativo del crecimiento de la compañía, donde las estimaciones de dicho indicador para los años venideros ronda en el crecimiento de un 4% anual.
- La participación de las ventas en tiendas departamentales sobre el total de las ventas Retail es otra variable a ser considerada en las proyecciones del valor de la empresa.
- Con respecto a las tres variables utilizadas para las proyecciones de ventas (metros cuadrados, ventas en tiendas departamentales, participación de dichas ventas sobre el total de ventas Retail) se correlacionan entre sí, con las ventas anuales de Macy's en 0,97 puntos, lo que determina que son variables fuertes entre sí para el diagnóstico de la proyección.

A. Expectativas del directorio para el 2018²⁰

Con base en su evaluación de las condiciones actuales y anticipadas del mercado y el desempeño reciente de la Compañía el directorio incluye las siguientes suposiciones para el año entrante:

- Las ventas netas se reducirán aproximadamente entre un 0.5% a 2.0% en comparación con los niveles de 2017.
- Se estima que el margen bruto en las ventas minoristas será leve o ligeramente superior al de 2017.
- Se espera que los dólares de gastos de ventas, generales y administrativos sean aproximadamente sin cambios con 2017 o suba ligeramente dependiendo del nivel de las ventas.
- Ganancias estimadas de venta de activos de aproximadamente \$ 300 millones a \$ 325 millones, incluida una venta exitosa de La sección I. Magnin de la tienda Union Square en San Francisco.
- Se espera que la depreciación y amortización sea aproximadamente igual al 2017.
- Los gastos de capital se estiman en aproximadamente \$ 1,050 millones. Los gastos de capital pronosticados de la Compañía están principalmente relacionados con iniciativas asociadas al crecimiento continuo de las ubicaciones Backstage y Bluemercury, expansión del programa de Pick up en el local, y la tienda digital, como así también mejoras tecnológicas asociadas con la iniciativa Growth 50. Esta iniciativa incluye el despliegue de varias estrategias incubadas en 2017 a 50 tiendas de Macy's de diferentes tamaños y geografía.
- En 2018, la Compañía espera que el exceso de efectivo se use para invertir en estrategias e iniciativas para ayudar a hacer crecer el negocio, continuar financiando los dividendos de la Compañía y pagar la deuda.

DISTINTOS ESCENARIOS POSIBLES

Se plantean 3 escenarios posibles:

Escenario más probable – o escenario base

- Decrecimiento de las ventas por 2 años más, la pérdida de volumen se debe al cierre de tiendas, en virtud de perseguir la estrategia de real state.
- El decrecimiento de las ventas en términos porcentuales rondará el 0,5% y el 2% anual para los próximos 2 años. Luego se nota un leve crecimiento para los años siguientes.
- Igualmente, los flujos de fondos de la empresa permiten que sus operaciones sean sustentables para el negocio.
- Las tiendas Backstage tienen buena performance, pero canibaliza ventas de precio full al encontrarse situadas dentro de las tiendas Macy's y no en un local aparte.
- La tasa de crecimiento a perpetuidad será del 1%.

Escenario más favorable (Anexo I)

- Decrecimiento de las ventas por 1 año más, según proyecciones del directorio. Luego crecimiento por los próximos años.
- Si bien las ventas del primer año bajan, el crecimiento que se espera a posteriori, aunque menor al crecimiento de la economía (4%), estaría en torno al 1% anual, manteniendo una recuperación paulatina de volúmenes de ventas y márgenes.
- El incremento de las ventas, en los años siguientes, se debe a que el programa de fidelización logra recuperar clientes e incrementar el gasto promedio por cliente.
- Macy's continúa liderando el negocio de e-commerce en tiendas departamentales. Las tiendas Backstage tienen buen impacto en el negocio, el modelo se encauza hacia seguir incorporando metros cuadrados de Backstage en las tiendas originales, lo que implica vender más con menor margen, pero es la tendencia para los próximos años.
- La tasa de crecimiento a perpetuidad será del 2%.

Escenario desfavorable (Anexo II)

- Decrecimiento de las ventas, cierre agresivo de tiendas.
- El modelo de Tiendas Backstage provoca la canibalización de ventas de mayor margen.
- El consumidor quiere siempre ofertas. Reconfiguración del modelo.
- El programa de fidelización no alcanzó los resultados esperados.
- La tasa de crecimiento a perpetuidad será del 0,5%.

Proyecciones

- i) La tasa de descuento empleada es la del Costo Promedio Ponderado del capital (CPPC) obtenida mediante el modelo Capm, la misma se construye de la siguiente forma:

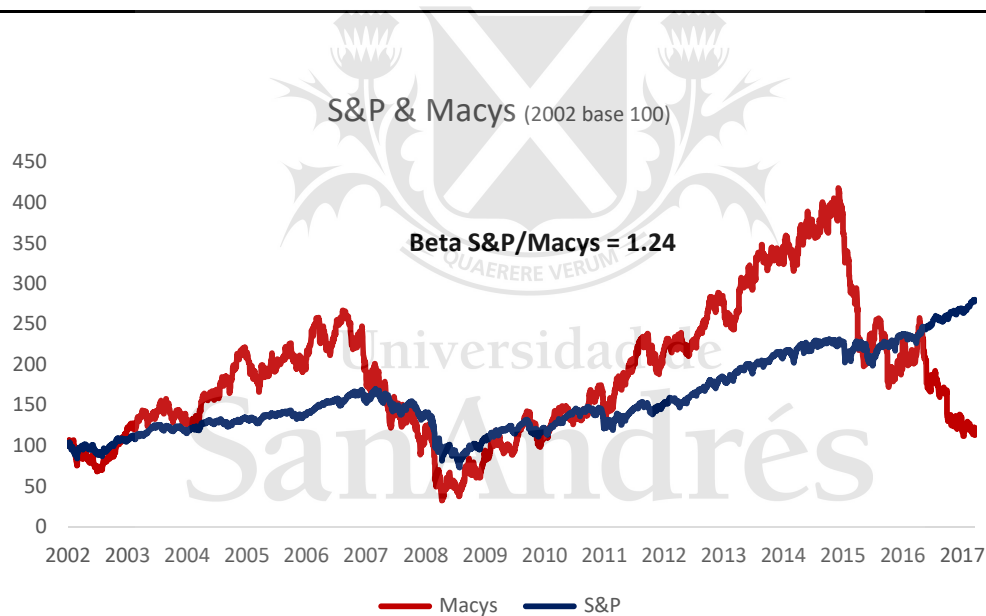
CUADRO 35: CALCULO TASA DE DESCUENTO – CAPM

CAPM	Detalle	Importe
Tasa Libre de riesgo	Bono del tesoro americano a 5 años	1,52%
Beta de Macy's	S&P	1,24
Retorno del mercado	S&P 500 - 1928-2016 Damodaran	9,53%
CPP		
Costo del capital (ke)	CAPM	11,45%
Costo de deuda (kd)	Costo promedio ponderado deuda	4,49%
Tasa impositiva	Según 10 K	35,00%
Proporción capital	% Equity / Valor mercado	58,05%
Proporción deuda	% Deuda / Valor mercado	41,95%
CPPC	wacc	7,87%

Elaborado por el autor

- **Tasa libre de riesgo:** es obtenida mediante el promedio de las cotizaciones diarias de los bonos del tesoro de Estados Unidos a 5 años, obtenidas entre el 01 de enero de 2013 y el 02 de febrero de 2018.
- **Retorno de mercado:** es obtenida desde la página de Damodaran según la variación de la cotización del índice del S&P desde 1928 a 2016.
- **Beta de Macy's:** se obtuvo mediante la relación entre las covarianzas de las cotizaciones de Macy's y el Índice del S&P de los últimos 15 años.
- **Proporción Deuda / Capital:** se basa en valores de mercado a la fecha de valuación. Deuda \$5.861 millones de dólares, valor de mercado \$13.970 millones de dólares.

CUADRO 36: CORRELACIÓN MACY'S & S&P



Fuente: Elaborado por el autor

ii) Proyecciones de costos y márgenes

- **Costos de ventas:** Los márgenes brutos se proyectan entre un 39,0 % y 39,3% para el escenario más favorable, tomando una contracción entre 38,3% y 39% para el escenario base. En el primer año proyectado, 2018, el margen se recupera levemente en el escenario base, tal cual se estimaron en las proyecciones del directorio, pasando de 38,9% a 39,02%.

- Gastos Operativos: el principal negocio de Macy's Inc es mantener los márgenes operativos dentro de los rangos adecuados para que la empresa no pierda dinero. De acuerdo a las perspectivas del directorio, la empresa va a seguir invirtiendo en iniciativas para la consecución de la estrategia de la Estrella del Norte.
 - Amortizaciones y depreciaciones: las mismas se ubican entre un 3,5% y un 4% con respecto al valor de las ventas.
 - Gastos de publicidad: representan entre un 5,6% y un 6,1% en proporción a las ventas. La empresa recibe todos los años aportes de los proveedores costeados el costo de marketing, el mismo representa un 20,7% de dicho gasto.
 - Gastos generales y de administración: representan un 24,3% del valor de las ventas, en las proyecciones sigue la suerte de las ventas. La variación de esta línea es una tasa de crecimiento compuesto del -1.36%.

B. Escenario base – Valuación por flujo de fondos

Se tomará este escenario como la valuación principal dado que se considera la más probable dentro de las posibles situaciones. Este escenario se va a caracterizar por:

- Decrecimiento de las ventas por 2 años más, la pérdida de volumen se debe al cierre de tiendas no rentables, lo que implica una disminución de los metros cuadrados. A su vez, esta reducción de metros se realiza en virtud de perseguir la estrategia inmobiliaria. Los metros cuadrados decrecen, los próximos 5 años, un 6,3% en comparación con los actuales.
- Las ventas bajaran en el rango del 0,5% al 1%, el crecimiento a perpetuidad que se espera, aunque menor al crecimiento de la economía, estaría en torno al 1% anual.
- La empresa continúa con la inversión en capital para continuar con la estrategia de abrir más tiendas Backstage dentro de las mismas tiendas Macy's. Así como también, mejorar la experiencia de compra en 50 tiendas determinadas.

CUADRO 37: EVOLUCIÓN DE TIENDAS Y M2 – ESCENARIO BASE

Tiendas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Δ
Macy's	653	637	625	620	615	610	-6,6%
Macy's Back	7	9	9	11	13	15	114,3%
Bloomingdale's	55	55	55	54	53	52	-5,5%
Bluemercury	137	137	137	137	137	137	0,0%
Total Tiendas	852	838	826	822	818	814	-4,5%
Millones de M2	11,86	11,60	11,40	11,30	11,21	11,12	-6,3%

Fuente: Macy's Inc Form 10K 2017 – Proyecciones propias - Elaborado por el autor

Las ventas proyectadas están relacionadas con un índice de correlación de 0,97 con las variables: Decrecimiento de metros cuadrados y la participación de las tiendas departamentales sobre el total de las ventas retail.

Se espera que para el 2022 un volumen de ventas similar a lo vendido en el año 2017.

A continuación, en el cuadro N° 38, presentamos el Estado de resultados con las proyecciones para los siguientes 5 años en el escenario más probable.

A pesar de que la empresa perderá metros cuadrados cerrando tiendas pocos rentables o de mayor valor de reventa, se puede observar un crecimiento de las ventas online entorno al 8% y 9% anual, siendo conservadora en esta hipótesis. El resto de las ventas denota una caída a nivel tiendas presenciales en relación a la pérdida de los metros cuadrados.

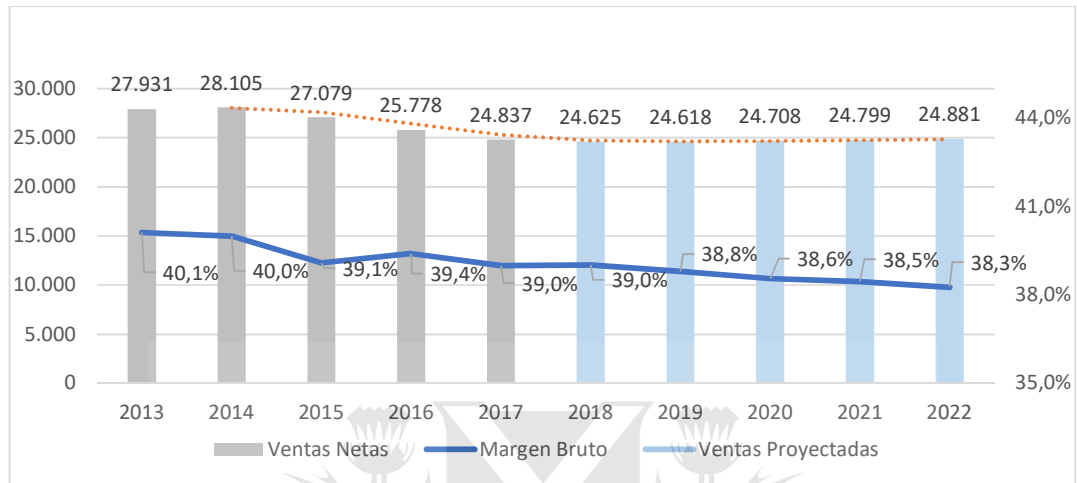
CUADRO 38: ESTADO DE RESULTADOS – ESCENARIO BASE

EERR Consolidado	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas online	5.303	5.780	6.300	6.836	7.383	7.936
Ventas	19.534	18.845	18.318	17.872	17.416	16.945
Ventas Netas	24.837	24.625	24.618	24.708	24.799	24.881
Costo de ventas	-15.152	-15.017	-15.067	-15.181	-15.262	-15.360
Margen Bruto	9.685	9.609	9.552	9.527	9.536	9.521
Gastos de ventas, generales y	-6.032	-5.981	-5.979	-6.001	-6.023	-6.043
Depreciaciones y	-991	-867	-823	-793	-764	-738
Gastos de publicidad	-1.108	-1.099	-1.183	-1.188	-1.192	-1.196
Costos publicitarios y promocionales brutos	-1.397	-1.385	-1.492	-1.498	-1.503	-1.508
** Permisos de publicidad	289	287	309	310	311	312
Ganancias por venta de inmuebles	544	312	0	0	0	
Costos de restructuración, desvalorizaciones, cierre de tiendas y otros	-186	-270	-170	-170	-170	-170
<i>Indemnizaciones</i>	<i>-120</i>	<i>-144</i>	<i>-120</i>	<i>-120</i>	<i>-120</i>	<i>-120</i>
<i>Desvalorizaciones / impairments</i>	<i>-53</i>	<i>-108</i>	<i>-50</i>	<i>-50</i>	<i>-50</i>	<i>-50</i>
<i>Costos y otros gastos</i>	<i>-13</i>	<i>-18</i>				
Cargos por liquidación	-105	-112	-105	-105	-105	-105
Resultados Operativos	1.807	1.593	1.292	1.271	1.283	1.269
Egresos financieros	-321					
Primas netas por pago	10					
Ingresos financieros	11					
Resultados antes de impuestos	1.507	1.593	1.292	1.271	1.283	1.269
Impuesto a la renta federal,	29	-581	-471	-464	-468	-463
Federal	-85	519	421	415	418	414
Estado y local	56	62	50	49	50	49
Resultado neto	1.536	1.011	820	807	815	806

Fuente: Macy's Inc Form 10K 2017 – Proyecciones propias - Elaborado por el autor en millones de dólares

A su vez es de esperar que la compañía ajuste sus márgenes brutos, dado que la aplicación de las tiendas Backstage tienden a reducirlos.

CUADRO 39: EVOLUCIÓN DE VENTAS Y MARGEN BRUTO



Fuente: Macy's Inc Form 10K 2017 – Proyecciones propias - Elaborado por el autor en millones de dólares

En el cuadro anterior se puede observar como las ventas de los últimos 3 años proyectados (2020 – 2022) crecen levemente y se mantienen prácticamente al nivel del último año cerrado (2017). El margen bruto se contrae entre el 0,2% y el 0,7%, esta contracción representaría en promedio unos 300 millones de dólares anuales.

Según las proyecciones teniendo en cuenta la situación del escenario base puede observarse como el ratio Ebitda / ventas netas comienza a reducirse en los próximos años rondando el 9,4% anual en promedio en los últimos 4 años de las proyecciones.

CUADRO 40: RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS E INTERESES AJUSTADO – ESCENARIO BASE

EBIT ajustado y el EBITDA ajustado como % de ventas	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas Netas	27.931	28.105	27.079	25.778	24.837	24.625	24.618	24.708	24.799	24.881
Resultado neto	1.486	1.526	1.070	611	1.536	1.011	820	807	815	806
Resultado neto / ventas netas	5,3%	5,4%	4,0%	2,4%	6,2%	4,1%	3,3%	3,3%	3,3%	3,2%
Resultado neto	1.486	1.526	1.070	611	1.536	1.011	820	807	815	806
Costos de restructuración, desvalorizaciones, cierre de tiendas y otros	88	87	288	479	186	270	170	170	170	170
Cargos por liquidación	0	0	0	98	105	112	105	105	105	105
Intereses netos	388	393	361	363	310	0	0	0	0	0
Primas netas por pago anticipado de la deuda	0	17	0	0	-10	0	0	0	0	0
Impuesto a la renta federal, estatal y local	804	864	608	341	-29	581	471	464	468	463
EBIT Ajustado	2.766	2.887	2.327	1.892	2.098	1.974	1.567	1.546	1.558	1.544
EBIT / Ventas	9,9%	10,3%	8,6%	7,3%	8,4%	8,0%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%
Amortizaciones y depreciaciones	1.020	1.036	1.061	1.058	991	867	823	793	764	738
EBITDA Ajustado	3.786	3.923	3.388	2.950	3.089	2.842	2.389	2.339	2.321	2.282
EBITDA / Ventas	13,6%	14,0%	12,5%	11,4%	12,4%	11,5%	9,7%	9,5%	9,4%	9,2%

Fuente: Macy's Inc Form 10K 2013 - 2017 – Proyecciones propias - Elaborado por el autor en millones de dólares

Los requerimientos de capital de trabajo se mantienen estables en las próximas proyecciones debido al nivel de actividad y la adecuada administración de los inventarios.

CUADRO 41: REQUERIMIENTOS DE CAPITAL DE TRABAJO



Fuente: Macy's Inc Form 10K 2013 - 2017 – Proyecciones propias - Elaborado por el autor en millones de dólares

No existen grandes requerimientos de capital de trabajo porque el nivel de actividad no lo requiere.

Con respecto a las inversiones de capital las mismas se mantienen constantes y son congruentes para realizar las modificaciones y ajustes tecnológicos requeridos en las tiendas, más inversiones en mejorar la experiencia de compra tanto a nivel presencial como online.

CUADRO 42: FLUJO DE FONDOS - ESCENARIO BASE

FLUJO DE CAJA LIBRE (suponiendo que no hay deuda)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	VT
BAIT / EBIT	2.766	2.887	2.327	1.892	2.098	1.974	1.567	1.546	1.558	1.544	1.560
- (EBIT x Tasa impositiva)	-968	-1010	-814	-662	-734	-691	-548	-541	-545	-541	-546
+ Amortizaciones & Depreciaciones	1.020	1.036	1.061	1.058	991	867	823	793	764	738	727
- Capex / Inversiones de capital	-666	-993	-1.165	-938	-832	-792	-762	-742	-732	-727	-727
- Capital de trabajo	-56	217	-122	466	55	-8	24	-9	-2	2	-9
Otras variaciones	-1.161	-1.597	-2.141	-263	-329	0	0	0	0	0	0
Impairments / Desvalorizaciones Puntuales	-88	87	288	479	186	270	170	170	170	170	0
FCF	847	627	-566	2.032	1.435	1.620	1.273	1.217	1.212	1.187	14.619
WACC	7,87%										
Tasa de crecimiento	1,00%										
Enterprise Value	\$ 15.282										

Fuente: Macy's Inc Form 10K 2013 - 2017 – Proyecciones propias - Elaborado por el autor en millones de dólares

Con los parámetros establecidos bajo este escenario y con un crecimiento a perpetuidad del 1%, el valor de Macy's rondaría los \$15.3 mil millones de dólares.

Se podrá observar los restantes escenarios en los anexos I y II.

Universidad de
San Andrés

C. Ponderación de escenarios y sensibilidades

Luego de las estimaciones de los flujos de fondos de los distintos escenarios para Macy's Inc, se podrá observar que en el escenario más favorable el importe del valor de la empresa está muy por encima del valor actual de Macy's (\$14 mil millones de dólares). Siendo los escenarios "Base" y "Menos probable", los que más se aproximan al valor actual de la empresa, considerando una tasa de crecimiento a perpetuidad de 1% y 0,5% respectivamente.

CUADRO 43: VALOR DE LA EMPRESA PARA DIFERENTES ESCENARIOS

Escenarios	P(x)	Valuación
Menos favorable	25%	\$ 13.035
Base	50%	\$ 15.282
Más favorable	25%	\$ 18.200
Valor Promedio Ponderado		\$ 15.450

Fuente: Proyecciones propias - Elaborado por el autor en millones de dólares

En base al análisis de los escenarios, se asignaron probabilidades subjetivas a cada uno de los escenarios. El escenario base se considera como el más probable porque por un lado muestra una baja en los márgenes brutos, asociada a un escenario más competitivo en torno a la estrategia de tiendas Backstage, al mismo tiempo que muestra un crecimiento a perpetuidad de un 1% en las ventas lo cual es cercano a mantener los volúmenes actuales en términos reales. Esto es alcanzable a partir de la estrategia omnicanal de Macy's apoyada en una estrategia física y online. El escenario base es una conjunción de todas las buenas decisiones que está tomando la empresa para salvaguardar el negocio y apuesta a que Macy's podrá perdurar en el tiempo buscando principalmente el equilibrio entre metros cuadrados, la venta online y la estrategia de real state.

Por otro lado, el escenario menos favorable, con una ponderación del 25%, considera un decrecimiento en volúmenes (crecimiento a perpetuidad inferior a la inflación) y mayor contracción de márgenes dados los desafíos que enfrenta la compañía. Finalmente, con igual probabilidad subjetiva, el escenario más favorable supone que la compañía podrá mantener los márgenes actuales, en tanto mostrará un crecimiento a perpetuidad en torno al 2% anual.

Ponderando estos escenarios, obtenemos un resultado para la valuación que alcanza los 15.5 mil millones de dólares, algo por encima del valor de mercado. Teniendo en cuenta la deuda de la Compañía, se concluye que el valor del capital de Macy's estaría alrededor de los \$10 mil millones de dólares.

A fin de evaluar posibles cambios en el valor de mercado ante variaciones en los parámetros de valuación, se realiza un análisis de sensibilidad de distintas Betas y tasas de crecimiento para el escenario base.

CUADRO 44: DIFERENTES BETAS A CONSIDERAR

Fuente	Betas	Detalle
Sensibilidad 1	1,34	Más 10 puntos básicos con respecto a la Beta de Macy's
Damodaran	1,25	Beta industrial retail apalancada con la relación deuda/equity de Macy's
Macy's	1,24	Correlación S&P, Promedio Betas, 15 años hacia atrás según cotizaciones diarias
Autor	1,20	Correlación S&P, Promedio Betas, 5 años hacia atrás según cotizaciones diarias
Sensibilidad 2	1,14	Menos 10 puntos básicos con respecto a la Beta de Macy's

Fuente: Elaborado por el autor

En primer término, se consideraron distintas betas a la utilizada en el ejercicio de valuación. Una posible alternativa considerada fue realizar el cálculo de la beta de Macy's observando información histórica de los últimos 5 años, en lugar de los 15 años considerados anteriormente. En este caso, la beta resultante es de 1.20 en lugar de 1.24, por lo que no existen grandes variaciones.

Alternativamente, se analizó la utilización de una beta sectorial, aportada por Damodaran para el sector retail (1.05). Dicha beta fue desapalancada (0.85) y vuelta a apalancar con los parámetros de Macy's, obteniéndose 1.25 como resultado, lo que resulta prácticamente idéntico al resultado del análisis histórico entre la compañía y el S&P.

Se considerarán adicionalmente dos betas de sensibilidad que representan +/- 10 puntos básicos a la utilizada en el ejercicio de valuación.

En cuanto al crecimiento se sensibilizó el valor de perpetuidad entra 0% y 2%.

CUADRO 45: SENSIBILIDAD DE TASAS Y BETAS – ESCENARIO BASE

Valor empresa (EV)			Tasa de crecimiento a perpetuidad				
Fuentes	Betas apalancados	CPPC	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Sensibilidad 1	1,34	8,34%	\$ 13.757	\$ 14.340	\$ 15.008	\$ 15.781	\$ 16.685
Damodaran	1,25	7,92%	\$ 13.979	\$ 14.573	\$ 15.254	\$ 16.042	\$ 16.964
Macy`s	1,24	7,87%	\$ 14.004	\$ 14.600	\$ 15.282	\$ 16.071	\$ 16.995
Autor	1,20	7,69%	\$ 14.104	\$ 14.705	\$ 15.393	\$ 16.189	\$ 17.121
Sensibilidad 2	1,14	7,41%	\$ 14.256	\$ 14.865	\$ 15.562	\$ 16.369	\$ 17.313

Elaborado por el autor - Valores expresados en millones de dólares

Bajo estas condiciones los valores de Macy`s sensibilizados a diferentes tasas de perpetuidad y betas establecen el valor de la empresa entre los \$14 y \$17 mil millones de dólares para el escenario base. Al 28 de enero de 2018, el valor de Macy`s estaba dentro de este rango.



Universidad de
San Andrés

IX. VALUACION POR MULTIPLOS

A continuación, valoraré a Macy's empleando el método de múltiplos, comparando distintos ratios de Macy's versus sus principales competidores.

El objetivo de utilizar este método es hallar el valor de mercado de la compañía bajo valuación por analogía con el valor de mercado de las otras empresas comparables, este método me ayudará a entender si el mercado está sobre o subvalorando el valor actual de Macy's.

Elección de empresas comparables

Para poder comparar los múltiplos del mercado más cercano a Macy's se han seleccionado 8 compañías las cuales comparten determinadas características en común como:

- 1) Pertenecen al sector de retailers y servicios
- 2) Son tiendas departamentales las cuales se dividen en tiendas de precio full y tiendas de precios outlets. Las tiendas de descuentos se incluyen dado que Macy's está implementando una estrategia de precios con descuentos en sus propias tiendas.
- 3) Comparten el mismo mix de productos a la venta o similar.
- 4) Todas operan en mayor medida en Estados Unidos.

Los múltiplos que se tomaran en cuenta para comparar las distintas empresas son los 3 siguientes:

- **PER – RATIO PRECIO-BENEFICIO:** este múltiplo es el más usado a la hora de valorar compañías especialmente las que cotizan en bolsa. Este indicador representa la cantidad de veces que se está pagando el beneficio neto anual de una empresa cuando se compra una acción de dicha compañía. Un PER más elevado implica que los inversores están pagando más por cada unidad de utilidad neta. Es decir, dado que el beneficio es anual, este indicador representa cuantos años tardará el inversor en recuperar la inversión en la compra de la acción, si el beneficio y el precio de la acción se mantuviesen en el tiempo.

Cuanto más elevado es este indicador con respecto a otras empresas comparables, se interpretaría como que las expectativas de valor de la empresa son favorables y estarían anticipando un crecimiento de los beneficios futuros. Un índice elevado, también con respecto a otras comparables puede significar que la acción de la compañía esté

sobrevalorada, lo que podría llegar a ser poco probable que su cotización siga subiendo en el futuro.

Asimismo, si el valor de este indicador está bajo con respecto a otras compañías puede significar lo contrario.

El PER toma en cuenta aspectos de riesgos de la empresa y expectativas de crecimiento. Las firmas con mayor crecimiento esperado tendrán un PER más alto que las firmas con bajo crecimiento. Asimismo, que firmas con riesgos más altos tendrán un PER más bajo que las firmas con menor riesgo.

CUADRO 46: ANALISIS DEL RATIO PRECIO BENEFICIO (PER)

PER	EMPRESAS COMPARABLES								OBJETIVO
	Precio full				Precio con descuento				
Al 2 de enero de 2018	Dillard's	Kohl's	Nordstrom	The TJX Companies	Burlington Stores	Dollar General Corporation	Target	Big Lots	Macy's
Precio por acción	60,62	56,35	49,12	76,69	122,24	94,06	67,63	55,9	26,31
Beneficio por acción	3,93	3,79	2,87	3,7	3,82	4,51	4,77	3,97	2,28
Indicador Precio - Beneficio	15,42	14,87	17,11	20,73	32,00	20,86	14,18	14,08	11,54

Fuente: Yahoo Finance - Elaborado por el autor

En el caso de Macy's este indicador está bastante más bajo que el resto de sus competidores. Esto puede deberse a que el precio de la acción ha bajado un 27% en el último año y las ventas de la compañía no han acompañado, por ende es razonable que los inversores sospechen que los beneficios futuros se contraerán. También podemos decir que el precio de la acción de Macy's está infravalorada con respecto al resto de sus comparables y que eventualmente podría aumentar a corto plazo. Pero también hay que tener en cuenta que:

- Las expectativas de crecimiento de Macy's no son altas.
- Debido a la reducción de metros cuadrados y disminución de las ventas, el riesgo de Macy's no es bajo

- Las necesidades de reinversión son altas

Entonces, si bien en comparación con otras empresas de la industria el precio de la acción está por debajo del promedio, hay que tener en cuenta estas otras variables y ponerlas en contexto.

Del análisis del Ratio Precio – Beneficio surge que el rango de comparación arroja dos valores:

CUADRO 47: RANGO DE COMPARACIÓN DEL RATIO PRECIO BENEFICIO (PER)

Rango de análisis	PER
Mínimo	14,08x
Máximo	32,00x

Fuente: Yahoo Finance - Elaborado por el autor

Valorando el precio de la acción de Macy's mediante este indicador podríamos decir que, en caso que Macy's mantuviese el valor del beneficio por acción, el precio de la acción de Macy's debería estar en el rango de \$32,10 a \$72,96 dólares por acción (surge de multiplicar los 2,28 del precio de la acción por los valores mínimos y máximos respectivamente).

A diferencia del resto de las empresas comparables, Macy's fue la única que hoy tiene el valor de su acción fuera del rango de comparación:

CUADRO 48: ANALISIS DEL RANGO DE COMPARACIÓN DEL RATIO PRECIO BENEFICIO (PER)

PER - Valor s/ rangos	EMPRESAS COMPARABLES								OBJETIVO
	Dillard's	Kohl's	Nordstrom	The TJX Companies	Burlington Stores	Dollar General	Target	Big Lots	Macy's
Valor a la fecha	60,62	56,35	49,12	76,69	122,24	94,06	67,63	55,90	26,31
Mínimo	55,34	53,37	40,41	52,10	53,79	63,50	67,16	55,90	32,10
Máximo	125,76	121,28	91,84	118,40	122,24	144,32	152,64	127,04	72,96
Precio de la acción	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	<i>Fuera del rango</i>

Fuente: Yahoo Finance - Elaborado por el autor

Esto podría significar que efectivamente el precio de la acción de Macy's está infravalorado y que tendría, en principio, margen para subir el precio.

En comparación y excluyendo a Burlington, los valores actuales de las distintas acciones se encuentran más cerca del valor mínimo que del valor máximo. El caso de Burlington es un caso aparte y podemos decir que el valor actual de su acción estaría sobrevalorado en comparación con el mercado más cercano.

El valor máximo proviene del PER de Burlington, por lo que podemos decir también, que si bien es un valor de referencia, no sería el más indicado como para establecer el límite superior. Excluyendo entonces el PER de Burlington, el valor máximo de la acción de Macy's estaría en 20,86x el beneficio por acción, lo que daría un valor máximo de \$47,55, un precio bastante más razonable por el momento, que \$72,96.

- VALOR DE LA EMPRESA (EV) / VENTAS

Una de las ventajas de los múltiplos de ingresos es que hay menos problemas asociados con garantizar la uniformidad entre las empresas, dado que por lo general los estándares contables en diferentes sectores y mercados son bastante similares en lo que respecta a la forma en que se registran los ingresos.

Este indicador indica cuantas veces las ventas anuales están incluidas dentro del valor total de la empresa. En general, cuanto menor es la relación, más barata es la empresa. El valor empresarial considera tanto a los titulares de deuda como a los accionistas. EV / Ventas se considera que es más realista porque la capitalización de mercado no tiene en cuenta la cantidad de pasivo o deuda a largo plazo que la compañía pagará en una fecha futura.

Como regla general, cuanto mayor es la proporción más costoso es la empresa y viceversa. Un alto múltiplo EV / Ventas no siempre es una mala señal, ya que puede ser un indicador de que los inversores creen que la rotación de ventas será testigo del crecimiento cuántico en un futuro. Del mismo modo, un múltiplo EV / Ventas menor también puede ser una señal de que las predicciones de ventas futuras no son tan brillantes. Es esencial comparar la medida con otras empresas de la misma industria, y más detalladamente en la compañía bajo análisis.

CUADRO 49: ANALISIS DEL RATIO VALOR EMPRESA SOBRE VENTAS

Valor empresa / Ventas	EMPRESAS COMPARABLES								OBJETIVO
	Precio full				Precio con descuento				
	Dillard's	Kohl's	Nordstrom	The TJX Companies	Burlington Stores	Dollar General	Target	Big Lots	
Valor empresa	2,70	14,54	10,70	47,97	9,74	29,81	51,65	2,73	13,97
Ventas	6,30	18,52	15,09	34,37	5,85	23,35	69,80	5,21	24,69
Valor empresa / Ventas	0,43	0,79	0,71	1,40	1,66	1,28	0,74	0,52	0,57

Fuente: Yahoo Finance - Elaborado por el autor

Del rango bajo análisis determina que encontramos un ratio mínimo en 0,43x, un ratio máximo en 1,66x y un promedio general de las empresas comparables que se ubica en 0,94x.

CUADRO 50: RANGO DE COMPARACIÓN RATIO VALOR EMPRESA SOBRE VENTAS

Rango de análisis	EV/ Ventas
Mínimo	0,43x
Máximo	1,66x
Promedio	0,94x

Fuente: Elaborado por el autor

Estos rangos determinan que según el ratio de EV / Ventas y en comparación con empresas competidoras, Macy's debería valer entre \$10.58 y \$41,11 miles de millones de dólares, con un promedio de \$23,22 miles de millones.

El valor de la empresa en el día de hoy, 14 de enero de 2018 es de 14 mil millones de dólares, por lo que se encontraría dentro del rango determinado por este múltiplo.

Asimismo, podemos notar que, si bien se encuadra en el rango del múltiplo EV/Ventas, se encontraría ubicada proporcionalmente dentro del rango inferior o mínimo que dentro del promedio o del rango superior.

Todas las empresas de la muestra de comparables tienen el valor actual de la empresa dentro de los rangos del mercado. Pero podemos decir que en términos del indicador, tanto Dillard's como Big Lot y Macy's están "baratas" con respecto a los demás comparables. Como así también que Burlington se encuentra sobrevalorada en comparación con el resto de la muestra.

CUADRO 51: COMPETENCIA - RATIO VALOR EMPRESA SOBRE VENTAS

Valor empresa / Ventas	Dillard's	Kohl's	Nordstrom	The TJX Companies	Burlington Stores	Dollar General	Target	Big Lots	Macy's
Valor empresa (EV)	2,7	14,54	10,7	47,97	9,74	29,81	51,65	2,73	13,97
Mínimo	2,70	7,94	6,47	14,73	2,51	10,01	29,91	2,23	10,58
Promedio	5,93	17,42	14,19	32,33	5,50	21,96	65,65	4,90	23,22
Máximo	10,49	30,84	25,12	57,22	9,74	38,88	116,21	8,67	41,11
Valor de la empresa	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango

Fuente: Yahoo Finance - Elaborado por el autor

- VALOR DE LA EMRESA (EV) / BENEFICIO ANTES DE AMORTIZACIONES INTERESES E IMPUESTOS (BAAIT)

Este ratio muestra la razón del valor de la compañía sobre los recursos que genera una empresa, con independencia de su estructura financiera, por eso se excluyen los intereses, su tasa impositiva y su política de amortizaciones.

Este ratio que se utiliza con frecuencia para evitar el problema que tiene el ratio EV/BAIT, por las diferentes políticas contables de amortización, siendo muy utilizado para comprar empresas de distintos países.

Del siguiente cuadro se desprenden los resultados sobre este múltiplo para cada una de las empresas de la muestra:

CUADRO 52: ANALISIS DEL RATIO EV / BAAIT

Valor empresa / Beneficio antes de amortizaciones	Dillard's	Kohl's	Nordstrom	The TJX Companies	Burlington Stores	Dollar General Corporation	Target	Big Lots	Macy's
Valor empresa (EV)	2,70	14,54	10,7	47,97	9,74	29,81	51,65	2,73	13,97
BAAIT	0,485	2,280	1,640	4,570	0,625	2,490	7,000	0,381	2,630
Valor empresa / BAAIT	5,57	6,38	6,52	10,50	15,58	11,97	7,38	7,17	5,31

Fuente: Yahoo Finance - Elaborado por el autor

A simple vista Macy's tendría el menor de los múltiplos, pero no estaría tanto más por debajo del resto, salvo en los casos excepcionales como TJX, Burlington y Dollar General.

El ratio de Valor empresa sobre los beneficios antes de amortizaciones, intereses e impuestos nos permite comparar estas empresas independientemente de su estructura de capital y planeamiento impositivo. La única limitación que tiene este indicador es que no incorpora las Inversiones de capital (de mantenimiento y de crecimiento) que necesita cada una de estas empresas individualmente y que son necesarias para mantener la posición competitiva en el mercado del Retail.

Un menor múltiplo puede significar que la empresa este con la necesidad de tener más inversiones de capital, así como también mayor costo y menor crecimiento. Casualmente Macy's tiene uno de los multiplicadores más bajos, el cual si analizamos el valor de la empresa mediante este múltiplo los resultados son:

CUADRO 53: RANGO DE COMPARACIÓN EV / BAAIT

Rango de análisis	EV/BAAIT
Mínimo	5,57x
Máximo	15,58x
Promedio	8,88x

Fuente: Yahoo Finance - Elaborado por el autor

Del cuadro se desprende que, mediante la muestra de empresas comparables, el rango inferior o mínimo se ubicaría 5,57x veces el valor del BAAIT, el promedio en 8,88x veces y un máximo de 15,58x veces por cada Beneficio antes de amortizaciones, intereses e impuestos.

Mirando las empresas comparables en conjunto y con respecto a Macy's, podemos decir que todas menos Macy's se ubican en el rango establecido por este indicador para esta muestra, tal como lo podemos observar en el siguiente cuadro:

CUADRO 54: COMPETENCIA - RATIO EV / BAAIT

Valor empresa / BAAIT	Dillard's	Kohl's	Nordstrom	The TJX Companies	Burlington Stores	Dollar General	Target	Big Lots	Macy's
Valor empresa (EV)	2,7	14,54	10,7	47,97	9,74	29,81	51,65	2,73	13,97
Mínimo	2,70	12,69	9,13	25,44	3,48	13,86	38,96	2,12	14,64
Promedio	4,31	20,25	14,57	40,60	5,55	22,12	62,18	3,38	23,36
Máximo	7,56	35,53	25,56	71,21	9,74	38,80	109,08	5,94	40,98
Valor de la empresa	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Dentro del rango	Fuera del rango

Fuente: Yahoo Finance - Elaborado por el autor

Como se podrá notar, Macy's debería tener un valor que se ubicaría entre \$14,64 y \$40,98 mil millones de dólares, llegando a un promedio de \$23,36 mil millones de dólares. Mediante este rango notamos que el valor actual de Macy's se encuentra por debajo del rango mínimo, \$14 mil millones de dólares, lo que determina que la empresa está infravalorada en términos de este indicador con respecto al resto.

A. Conclusiones de la valuación por múltiplos

Terminando el análisis mediante los múltiplos elegidos, se llega a la conclusión que hay varias empresas que estarían distorsionando el rango superior o máximo de la valuación por lo que considero que, como rango máximo voy a contemplar el promedio o la media de los indicadores, un valor más razonable en términos de que Macy's está en un periodo con perspectivas de crecimiento bajas.

Para ello el rango de valoración de Macy's surgirá de este cuadro:

CUADRO 55: MACY'S – RANGOS DE VALORACIÓN

Valor de la empresa	Mínimo	Promedio
Indicador Precio - Beneficio	16,08	18,71
Valor empresa / Ventas	10,58	23,22
Valor empresa / BAAIT	14,64	23,36
Promedio de ratios	13,77	21,76

Fuente: Elaborado por el autor – valores expresados en miles de millones de dólares

Lo que determinaría que el valor empresa de Macy's debería encontrarse entre los \$13,77 y \$21,76 mil millones de dólares, en comparación con sus competidores más directos. Dado que actualmente Macy's está valuada en \$14 mil millones de dólares, y si bien esto está dentro del rango de valoración, se ubica en el rango inferior, por lo que podemos decir que Macy's tendría un margen de crecimiento importante si es que los resultados del negocio acompañan a la gestión empresarial.

X. CONCLUSIONES FINALES

Macy's se encuentra actualmente enfrentando la que probablemente sea la época más difícil que le ha tocado enfrentar en su historia. Los desafíos que enfrenta ante el auge de las ventas por internet no representan parte del normal ciclo de auge y recesión que la empresa ha enfrentado en el pasado, sino que implica un cambio cultural y de comportamiento sustantivo, que afecta directamente el núcleo de su negocio.

La respuesta de Macy's ante semejante desafío es múltiple: por un lado, potenciar el canal online, por otro eficientizar el metraje comercial dedicado a la explotación. En este último sentido, la empresa está en la permanente búsqueda de aumentar el tráfico de clientes gracias a su estrategia backstage, al mismo tiempo que está permanentemente reevaluando la conveniencia de cada tienda y comparando el valor agregado de las mismas versus el activo inmobiliario que ocupan (sobre todo, en aquellos lugares donde la compañía es propietaria de los mismos). Por último, busca la sinergia de ambos mundos, conjugando el universo online con el comercio tradicional, buscando que los consumidores puedan vivir parte de la experiencia de compra en el canal online y la finalicen en el local físico.

Vale decir igualmente que Macy's enfrenta estos desafíos contando con diversos activos que la posicionan en un lugar valorado y que la diferencian de otros actores del universo retail que han corrido peor suerte en el último tiempo. En primer término, la compañía tiene su propia estrategia para el segmento online y, no sin esfuerzo, ya ha logrado canalizar casi el 20% de su volumen mediante portales propios. En segundo término, y si bien la empresa está incursionando en el segmento de descuentos para competir contra los líderes del segmento 'fast fashion', Macy's posee una elevada valoración de marca para el consumidor estadounidense, lo cual complementa y fortalece con las tiendas Bloomingdale's. Es decir, su posicionamiento en el mercado sigue siendo relevante y marca tendencia, al mismo tiempo que incluye diseño en sus productos. Estos segmentos continúan siendo los que más lentamente han migrado al mundo online en los últimos años, en buena parte porque el consumidor sigue requiriendo la experiencia física de prueba de la prenda. Esto contrasta con la posición de otras empresas del segmento como TJ Max o Sears, más enfocadas en productos básicos y con segmentos que han migrado al mundo online más rápidamente.

En cuanto a su posición financiera Macy's es una empresa rentable y saludable principalmente en el manejo de inventarios, como también en el cuidado de los márgenes de ventas, persigue constantemente una buena rentabilidad sobre los activos y es sólida también

en materia de gestión gerencial, cuidando tanto el bienestar de sus clientes como la confianza de sus inversores.

En cuanto a las distintas valuaciones realizadas en este proyecto y siendo bien conservadores en referencia a los posibles escenarios que Macy's podría enfrentar en el corto plazo, sin permitir que el optimismo nos ilusione en cuanto a los resultados, puedo decir que la compañía tiene grandes chances de dar vuelta el contexto actual si continua enfocada en revertirlo y que unas pocas señales de mejora impactarán fuertemente en los analistas, lo que contribuirá a una mejor percepción de la empresa y sus posibilidades de generar dinero.

A partir de la valuación realizada mediante los flujos de fondos de caja libre y por múltiplos, se llega a la conclusión de que el precio que actualmente tiene Macy's en el mercado está establecido en base a un escenario de caída de ventas, tasas de crecimiento negativas y/o contracción de márgenes.

El valor de mercado está entonces algo por debajo del alcanzado en el ejercicio de valuación y significativamente por debajo del promedio estimado a partir del análisis de múltiplos de la competencia, donde Macy's se situaría para cada ratio cercano al peor comparable del mercado. El análisis de múltiplos otorga así algo más de evidencia respecto a que Macy's tiene algún margen para una mejora en su valor.

De esta forma, este trabajo establece valor de mercado de 15.5 mil millones de dólares, lo cual implica un target de precio un 10% por arriba de su valor actual. Se puede concluir que el mercado estaría levemente infravalorando los activos de Macy's.

XI. ANEXOS

A. Anexo I

Escenario más favorable

▪ Decrecimiento de las ventas para el 2018 en torno al 0,5% para ese año en comparación con el año anterior 2017. Para las proyecciones 2019 – 2022, las ventas comienzan un paulatino crecimiento, según correlación con el mantenimiento de los metros cuadrados de las tiendas, (11,6 millones de metros cuadrados), más la participación de las tiendas departamentales en el share de las ventas retail. El decrecimiento de las ventas para el 2018, en términos porcentuales, rondará el 0,5% y el 2% anual, según estimaciones del directorio. Las mismas están en función a que se espera cerrar 16 tiendas para cumplir con lo establecido en 2016 sobre el cierre total de 100 tiendas. Igualmente, los flujos de fondos de la empresa permiten que sus operaciones sean sustentables para el negocio. Si bien las ventas bajan el primer año, el crecimiento que se espera a perpetuidad, será del 2%, apenas un poco por encima de la inflación promedio de los últimos 5 años (1,89% según fuentes gubernamentales).

Bajo este escenario, la empresa y con expectativas de crecimiento del 2%, un crecimiento bastante conservador en comparación para las expectativas de Estados Unidos (2,15% promedio para los próximos 5 años), la empresa genera importantes flujos de cajas.

CUADRO 56: EVOLUCIÓN DE TIENDAS Y METROS CUADRADOS – ESCENARIO MÁS FAVORABLE

Tiendas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Δ
Macy's	653	637	637	637	637	637	-2,5%
Macy's Back Stage	7	10	13	16	19	22	214,29%
Bloomingdale's	55	55	55	55	55	55	0,00%
Bluemercury	137	152	167	182	197	212	54,74%
Total Tiendas	852	854	872	890	908	926	8,69%
Millones de Metros	11,86	11,60	11,61	11,63	11,64	11,65	-1,79%

Fuente: Elaborado por el autor

En el contexto del escenario más favorable, Macy's discontinúa el proceso de cierre de tiendas, comienza si a instalar más tiendas Backstage y comienza una agresiva apertura de tiendas Bluemercury.

La variación en metros cuadrados se ve apenas disminuidas más que nada por el cierre de las tiendas de Macy's en consecuencia con la estrategia de real state.

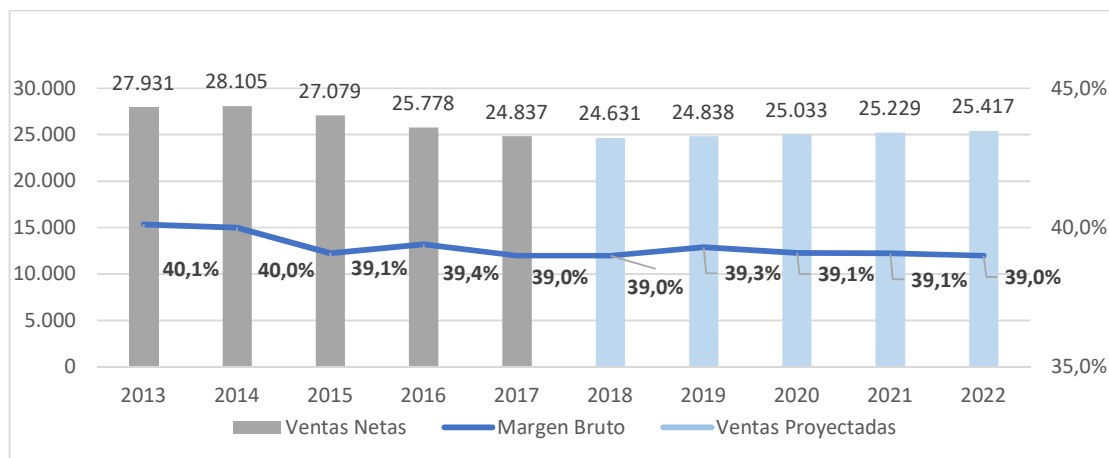
Dado el paulatino crecimiento de las ventas y una mantención firme de los márgenes brutos, Macy's en este escenario tiene una muy buena rentabilidad, representada en un promedio del 4,3% sobre las ventas netas.

CUADRO 57: ESTADO DE RESULTADOS – ESCENARIO MÁS FAVORABLE

EERR Consolidado	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas Netas	27.931	28.105	27.079	25.778	24.837	24.631	24.838	25.033	25.229	25.417
Costo de ventas	-16.725	-16.863	-16.496	-15.621	-15.152	-15.026	-15.078	-15.247	-15.370	-15.506
Margen Bruto	11.206	11.242	10.583	10.157	9.685	9.605	9.760	9.786	9.858	9.911
Gastos de ventas, generales y administrativos	-6.328	-6.234	-6.234	-6.263	-6.032	-5.982	-6.032	-6.080	-6.127	-6.173
Depreciaciones y amortizaciones	-1.020	-1.036	-1.061	-1.058	-991	-867	-823	-815	-805	-796
Gastos de publicidad	-1.166	-1.177	-1.173	-1.153	-1.108	-1.099	-1.194	-1.203	-1.213	-1.222
Costos publicitarios y promocionales brutos	-1.623	-1.602	-1.587	-1.547	-1.397	-1.385	-1.505	-1.517	-1.529	-1.541
Permisos de publicidad cooperativos	457	425	414	394	289	287	311	314	316	319
Ganancias por venta de inmuebles	74	92	212	209	544	312	0	0	0	0
Costos de restructuración, desvalorizaciones, cierre de Indemnizaciones	-88	-87	-288	-479	-186	-270	0	0	0	0
Desvalorizaciones / impairments	-43	-46	-123	-168	-120	-144				
Desvalorizaciones / impairments	-39	-33	-148	-265	-53	-108				
Costos y otros gastos	-6	-8	-17	-46	-13	-18				
Cargos por liquidación	0	0	0	-98	-105	-112	-90	-72	-57	-46
Resultados Operativos	2.678	2.800	2.039	1.315	1.807	1.587	1.622	1.617	1.656	1.675
Egresos financieros	-390	-395	-363	-367	-321					
Primas netas por pago anticipado de la deuda	0	-17	0	0	10					
Ingresos financieros	2	2	2	4	11					
Resultados antes de impuestos	2.290	2.390	1.678	952	1.507	1.587	1.622	1.617	1.656	1.675
Impuesto a la renta federal, estatal y local	-804	-864	-608	-341	29	-579	-592	-590	-604	-611
Federal	761	771	536	308	-85	517	529	527	540	546
Estado y local	43	93	72	33	56	62	63	63	64	65
Resultado neto	1.486	1.526	1.070	611	1.536	1.008	1.030	1.027	1.052	1.064

Fuente: Macy's Inc. – Proyecciones propias - Elaborado por el autor – En millones de dólares

CUADRO 58: EVOLUCIÓN DE VENTAS Y MARGEN BRUTO



CUADRO 59: RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS E INTERESES AJUSTADO – ESCENARIO MÁS FAVORABLE

EBIT ajustado y el EBITDA ajustado como % de ventas	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas Netas	27.931	28.105	27.079	25.778	24.837	24.631	24.838	25.033	25.229	25.417
Resultado neto	1.486	1.526	1.070	611	1.536	1.008	1.030	1.027	1.052	1.064
Resultado neto / ventas netas	5,3%	5,4%	4,0%	2,4%	6,2%	4,1%	4,1%	4,1%	4,2%	4,2%
Resultado neto	1.486	1.526	1.070	611	1.536	1.008	1.030	1.027	1.052	1.064
Costos de restructuración, desvalorizaciones, cierre de tiendas y otros	88	87	288	479	186	270	0	0	0	0
Cargos por liquidación	0	0	0	98	105	112	90	72	57	46
Intereses netos	388	393	361	363	310	0	0	0	0	0
Primas netas por pago anticipado de la deuda	0	17	0	0	-10	0	0	0	0	0
Impuesto a la renta federal, estatal y local	804	864	608	341	-29	579	592	590	604	611
EBIT Ajustado	2.766	2.887	2.327	1.892	2.098	1.969	1.711	1.689	1.713	1.721
EBIT / Ventas	9,9%	10,3%	8,6%	7,3%	8,4%	8,0%	6,9%	6,7%	6,8%	6,8%
Amortizaciones y depreciaciones	1.020	1.036	1.061	1.058	991	867	823	815	805	796
EBITDA Ajustado	3.786	3.923	3.388	2.950	3.089	2.836	2.534	2.503	2.518	2.516
EBITDA / Ventas	13,6%	14,0%	12,5%	11,4%	12,4%	11,5%	10,2%	10,0%	10,0%	9,9%

Fuente: Macy's Inc. – Proyecciones propias - Elaborado por el autor – En millones de dólares

La generación de estos flujos de cajas se da principalmente por el mantenimiento de los márgenes brutos. En 2018 hay un reconocimiento de 312 millones de dólares en la venta de un inmueble, ya establecido por el directorio en el último Formulario 10K.

El margen bruto de las proyecciones está basado en la historia de la compañía y se ubica entre un 39,0% y un 39,3% según el año. El mismo creció levemente con respecto al 2017, según las perspectivas del directorio.

Se reconocen gastos de restructuración por el año 2018 debido a la proyección del cierre de 16 tiendas más. Para los siguientes años, no se reconocen gastos inherentes a este punto.

CUADRO 60: FLUJO DE FONDOS - ESCENARIO MÁS FAVORABLE

FLUJO DE CAJA LIBRE (suponiendo que no hay deuda)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	VT
BAIT / EBIT	2.766	2.887	2.327	1.892	2.098	1.969	1.711	1.689	1.713	1.721	1.755
- (EBIT x Tasa impositiva)	-968	-1010	-814	-662	-734	-689	-599	-591	-600	-602	-614
+ Amortizaciones & Depreciaciones	1.020	1.036	1.061	1.058	991	867	823	815	805	796	727
- Capex / Inversiones de capital	-666	-993	-1.165	-938	-832	-792	-762	-742	-732	-727	-727
- Capital de trabajo	-56	217	-122	466	55	-10	23	-17	-11	-5	-19
Otras variaciones	-1.161	-1.597	-2.141	-263	-329	0	0	0	0	0	0
Impairments / Desvalorizaciones Puntuales	-88	87	288	479	186	270	0	0	0	0	0
FCF	847	627	-566	2.032	1.435	1.615	1.196	1.154	1.176	1.182	19.103
WACC	7,87%										
Tasa de crecimiento	2,00%										
Enterprise Value	\$ 18.200										

Fuente: Macy's Inc. – Proyecciones propias - Elaborado por el autor – En millones de dólares

Para los años 2019 a 2022, no se reconocen ganancias por ventas de inmuebles, si se reconocen inversiones de capital en consecuencia con las disposiciones establecidas para reformar edificios y tiendas. Para este mismo periodo de tiempo no están en consideración cierre de tiendas, por lo tanto, tampoco se liquidan gastos de restructuración.

CUADRO 61: COMPARATIVO MARGEN BRUTO CON ESCENARIO BASE

Proyección	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto - Escenario más favorable	39,0%	39,3%	39,1%	39,1%	39,0%
Margen Bruto - Más probable	39,0%	38,8%	38,6%	38,5%	38,3%
Contracción del margen bruto %	0,0%	-0,5%	-0,5%	-0,6%	-0,7%
Margen Bruto - Escenario más favorable	\$ 9.605	\$ 9.760	\$ 9.786	\$ 9.858	\$ 9.911
Margen bruto - Escenario más probable	\$ 9.609	\$ 9.609	\$ 9.609	\$ 9.609	\$ 9.609
Contracción del margen bruto en dólares	\$ 4	-\$ 151	-\$ 177	-\$ 250	-\$ 302

Fuente: Proyecciones propias – En millones de dólares - Elaborado por el autor

En el escenario más favorable se decidió que continuaría manteniendo los márgenes actuales, en cambio, en el escenario base se puede observar como los márgenes se contraen y terminan representando unos 300 millones de dólares en el último año proyectado.

El valor obtenido en este escenario continuaría ubicándose en el rango de la valuación por múltiplos, aunque estaría por encima de la sensibilidad del escenario base y con una máxima tasa de crecimiento a perpetuidad y una beta más favorable. Se considera a este escenario muy optimista y poco probable de suceso por lo menos en el mediano plazo.

Universidad de
San Andrés

B. Anexo II

Escenario desfavorable o menos probable:

- Decrecimiento de las ventas, cierre agresivo de tiendas, el modelo de Tiendas Backstage provoca la canibalización dentro de las mismas tiendas de ventas de mayor margen. El consumidor quiere siempre ofertas. Reconfiguración del modelo. Se cierran tiendas de precio full y se abren algunas de precio de descuento. La tasa de crecimiento año tras año en las proyecciones es negativa, y la tasa de crecimiento en perpetuidad es del 0,5%.

CUADRO 62: EVOLUCIÓN DE TIENDAS Y METROS CUADRADOS – ESCENARIO MENOS FAVORABLE

Tiendas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Δ
Macy's	653	637	622	607	592	577	-11,6%
Macy's Back	7	9	11	13	15	17	142,86%
Bloomingdale's	55	55	55	54	53	52	-5,45%
Bluemercury	137	137	137	137	137	137	0,00%
Total Tiendas	852	838	825	811	797	783	-8,10%
Millones de Metros Cuadrados	11,86	11,60	11,35	11,09	10,83	10,57	-10,93%

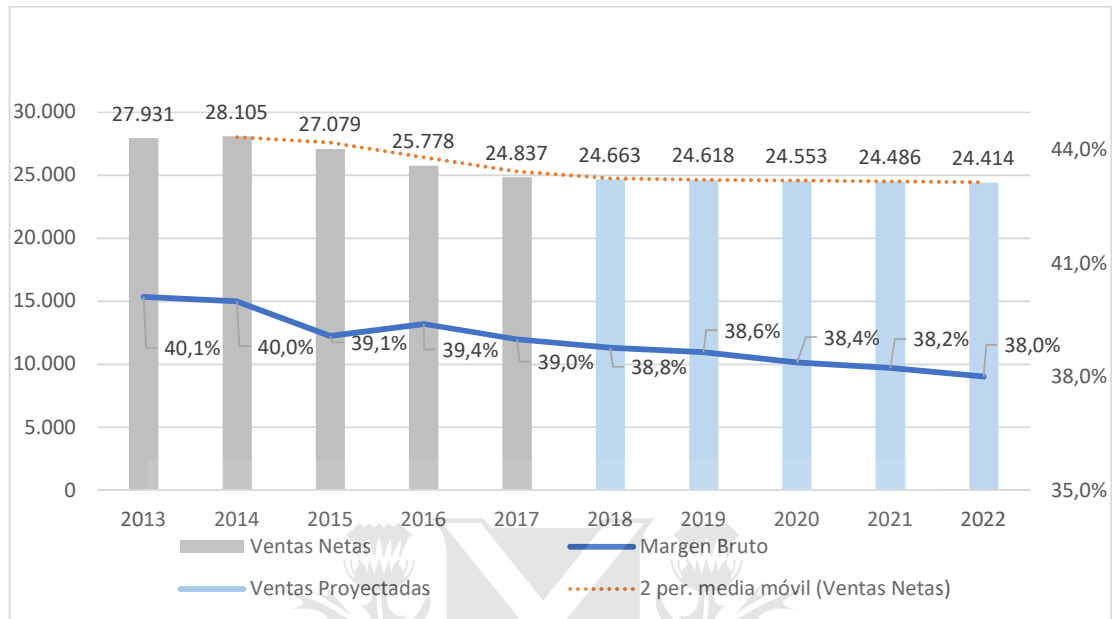
Fuente: Elaborado por el autor

En el contexto del escenario menos favorable para Macy's, se puede observar como principalmente Macy's pierde tiendas, por ende, metros cuadrados, en busca de alcanzar un equilibrio duradero en el tiempo.

El margen bruto es afectado por una contracción de las ventas a precio full, dado que las tiendas Backstage hacen lo suyo y se comen margen de las mercaderías vendidas.

Por otro lado también, vemos como las ganancias se reducen, pasando de un 4,3% sobre ventas netas en un escenario prometedor a un 3,3% en un escenario menos optimista.

CUADRO 63: EVOLUCIÓN DE VENTAS Y MARGEN BRUTO – ESCENARIO MENOS FAVORABLE



Fuente: Macy's Inc – Proyecciones propias – Ventas en millones de dólares - Elaborado por el autor

Se puede apreciar la contracción del margen bruto, que hace caer un punto porcentual con respecto al escenario más favorable para el año final de la valuación.

En este escenario también, se puede notar como el cierre de tiendas impacta en los resultados operativos, reduciendo el resultado final en 200 millones de dólares, lo que equivaldría al 5% de las ganancias en el escenario base de las proyecciones.

CUADRO 64: ESTADO DE RESULTADOS – ESCENARIO MENOS FAVORABLE

EERR Consolidado	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas Netas	27.931	28.105	27.079	25.778	24.837	24.663	24.618	24.553	24.486	24.414
Costo de ventas	-16.725	-16.863	-16.496	-15.621	-15.152	-15.101	-15.103	-15.130	-15.123	-15.135
Margen Bruto	11.206	11.242	10.583	10.157	9.685	9.562	9.515	9.423	9.363	9.279
Gastos de ventas, generales y administrativos	-6.328	-6.234	-6.234	-6.263	-6.032	-5.990	-5.979	-5.963	-5.947	-5.929
Depreciaciones y amortizaciones	-1.020	-1.036	-1.061	-1.058	-991	-867	-823	-793	-764	-738
Gastos de publicidad	-1.166	-1.177	-1.173	-1.153	-1.108	-1.100	-1.183	-1.180	-1.177	-1.174
Costos publicitarios y promocionales brutos	-1.623	-1.602	-1.587	-1.547	-1.397	-1.387	-1.492	-1.488	-1.484	-1.480
** Permisos de publicidad cooperativos	457	425	414	394	289	287	309	308	307	306
Ganancias por venta de inmuebles	74	92	212	209	544	312	0	0	0	
Costos de restructuración, desvalorizaciones, cierre de tiendas y otros	-88	-87	-288	-479	-186	-270	-170	-170	-170	-170
Indemnizaciones	-43	-46	-123	-168	-120	-144	-120	-120	-120	-120
Desvalorizaciones / impairments	-39	-33	-148	-265	-53	-108	-50	-50	-50	-50
Costos y otros gastos	-6	-8	-17	-46	-13	-18				
Cargos por liquidación	0	0	0	-98	-105	-112	-105	-105	-105	-105
Resultados Operativos	2.678	2.800	2.039	1.315	1.807	1.535	1.255	1.212	1.200	1.163
Egresos financieros	-390	-395	-363	-367	-321					
Primas netas por pago anticipado de la deuda	0	-17	0	0	10					
Ingresos financieros	2	2	2	4	11					
Resultados antes de impuestos	2.290	2.390	1.678	952	1.507	1.535	1.255	1.212	1.200	1.163
Impuesto a la renta federal, estatal y local	-804	-864	-608	-341	29	-560	-458	-442	-438	-425
Federal	761	771	536	308	-85	500	409	395	391	379
Estado y local	43	93	72	33	56	60	49	47	47	45
Resultado neto	1.486	1.526	1.070	611	1.536	975	797	770	762	739

Fuente: Macy's Inc. – Proyecciones propias - Elaborado por el autor – En millones de dólares

CUADRO 65: FLUJO DE FONDOS - ESCENARIO MENOS FAVORABLE

FLUJO DE CAJA LIBRE (suponiendo que no hay deuda)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	VT
BAIT / EBIT	2.766	2.887	2.327	1.892	2.098	1.916	1.530	1.487	1.475	1.438	1.446
- (EBIT x Tasa impositiva)	-968	-1010	-814	-662	-734	-671	-535	-521	-516	-503	-506
+ Amortizaciones & Depreciaciones	1.020	1.036	1.061	1.058	991	867	823	793	764	738	727
- Capex / Inversiones de capital	-666	-993	1.165	-938	-832	-792	-762	-742	-732	-727	-727
- Capital de trabajo	-56	217	-122	466	55	-20	27	6	15	19	-4
Otras variaciones	-1.161	1.597	2.141	-263	-329	0	0	0	0	0	0
Impairments / Desvalorizaciones Puntuales	-88	87	288	479	186	270	170	170	170	170	0
FCF	847	627	-566	2.032	1.435	1.570	1.252	1.193	1.176	1.134	12.685
WACC	7,87%										
Tasa de crecimiento	0,50%										
Enterprise Value	\$ 13.035										

Fuente: Macy's Inc. – Proyecciones propias - Elaborado por el autor – En millones de dólares

El escenario menos favorable nos arroja un valor por debajo de los rangos de valoración obtenidos para el ejercicio de flujo de fondos en el escenario base, para el de múltiplos, como así también por debajo del valor de mercado actual de la compañía.

Universidad de
San Andrés

XII. BIBLIOGRAFIA

- El Nuevo Herald*. (29 de 06 de 2017). Obtenido de <http://www.elnuevoherald.com/noticias/finanzas/article158634634.html>
- Fernández, P. (2016). *La prima de riesgo del mercado: histórica, esperada, exigida e implícita*. IESE, Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2016). *Valoración de empresas por descuento de flujos: 10 métodos y 7 teorías*. IESE, Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2016). *WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores*. IESE, Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (1999). *La prima de riesgo del mercado: histórica, esperada, exigida e implícita*. IESE, Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2002). *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?* IESE, Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2016). *Are Calculated Betas Good for Anything?* IESE, Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2016). *Métodos de valoración de empresas*. IESE, Universidad de Navarra.
- Glennen, C. (7 de Abril de 2017). *World Finance*. Obtenido de <https://www.worldfinance.com/markets/the-rise-and-fall-of-the-us-mall>
- Inc, M. (Febrero de 2018). <http://investors.macysinc.com>. Obtenido de <http://investors.macysinc.com>.
- Inc., M. (2018). *Annual Report K10*.
- Limited, D. T. (2017). *Global power of retailing 2017*.
- Macy's Inc. (2018). *Form 10-K*.
- nrf.com*. (2017). Obtenido de <https://nrf.com/2017-top-50-e-retailers-chart>
- Pardo, P. (3 de Mayo de 2017). *Estados Unidos deja morir sus 'malls'*. Obtenido de <http://www.elmundo.es/economia/ahorro-y-consumo/2017/05/03/5903772b468aeb8c7d8b467d.html>
- Top 100 retailers*. (2017). Obtenido de <https://stores.org/>: <https://stores.org/stores-top-retailers-2017/>
- www.macysinc.com*. (s.f.). Obtenido de <https://www.macysinc.com/about-us/macysinc-history/overview/default.aspx>

XIII. INDICE CUADROS

1 - IMPACTO DE LA COMPRA DE MAY DEPARTMENT STORE	8
2 - EVOLUCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DEL ECOMMERCE	11
3 - COMPOSICIÓN DEL TOTAL DE VENTAS RETAIL	12
4 - EVOLUCIÓN VENTAS DEL GRUPO MINORISTA “ESTRELLA”	13
5 - EVOLUCIÓN VENTAS TIENDAS DEPARTAMENTALES	14
6 - EVOLUCIÓN TRIMESTRAL – VENTAS Y GASTOS OPERATIVOS.....	26
7 - LAS 5 FUERZAS DE PORTER EN MACY’S INC.....	30
8 - DISTRIBUCIÓN DE LAS VENTAS DE MACY’S INC.....	34
9 - ESTRATEGIA DE REDES SOCIALES.....	35
10 - CRECIMIENTO VENTAS ONLINE DE MACY’S	36
11 - COMPETENCIA - VENTAS COMERCIO ELECTRÓNICO	36
12 - COMPETENCIA - VENTAS COMERCIO ELECTRÓNICO 2017.....	37
13 - CANAL PRIMARIO ROPA DE MUJER	39
14 - CANAL ELEGIDO PARA LA VUELTA AL COLE	40
15 - EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS ANUALES DE MACY’S INC	42
16 - EVOLUCIÓN DE MÁRGENES.....	43
17 - EVOLUCIÓN EBIT Y EBITDA	44
18 - EVOLUCIÓN DEL INDICADOR SAME STORE SALES	45
19 - COMPARATIVO SAME STORE SALES VERSUS COMPETENCIA	45
20 - EVOLUCIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO.....	46
21 - EVOLUCIÓN DE INDICADORES DE LIQUIDEZ	47
22 - EVOLUCIÓN VENTAS POR METROS CUADRADOS	48
23 - EVOLUCIÓN RETORNO SOBRE INVERSIONES DE CAPITAL.....	49
24 - COMPOSICIÓN DE METROS CUADRADOS	50
25 - ANTIGÜEDAD DE LAS TIENDAS MACY’S.....	52
26 - EVOLUCIÓN DEL ROE – POR DUPONT.....	54
27 - COMPETENCIA – INDICADOR ROE (%).....	54
28 - COMPARATIVO DE VENTAS – MACY’S VS NORDSTROM	55
29 - ANALISIS FINANCIERO – INDICADOR ROE (%).....	55
30 - APALANCAMIENTO FINANCIERO	56

31 - EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN DE MACY'S	57
32 - EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN - COMPETENCIA	58
33 - COMPETENCIA - EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN DURANTE EL AÑO 2015	59
34 - COMPETENCIA - EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN 2015 – 2017	59
35- CALCULO TASA DE DESCUENTO – CAPM	64
36 - CORRELACIÓN MACY'S & S&P.....	65
37 - EVOLUCIÓN DE TIENDAS Y M2 – ESCENARIO BASE	67
38 - ESTADO DE RESULTADOS – ESCENARIO BASE	68
39 - EVOLUCIÓN DE VENTAS Y MARGEN BRUTO	69
40 - RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS E INTERESES AJUSTADO – ESCENARIO BASE	70
41 - REQUERIMIENTOS DE CAPITAL DE TRABAJO	71
42 - FLUJO DE FONDOS - ESCENARIO BASE	72
43 - VALOR DE LA EMPRESA PARA DIFERENTES ESCENARIOS	73
44 - DIFERENTES BETAS A CONSIDERAR.....	74
45 - SENSIBILIDAD DE TASAS Y BETAS – ESCENARIO BASE	75
46 - ANALISIS DEL RATIO PRECIO BENEFICIO (PER)	77
47 - RANGO DE COMPARACIÓN DEL RATIO PRECIO BENEFICIO (PER).....	78
48 - ANALISIS DEL RANGO DE COMPARACIÓN DEL RATIO PRECIO BENEFICIO (PER).....	78
49 - ANALISIS DEL RATIO VALOR EMPRESA SOBRE VENTAS.....	80
50 - RANGO DE COMPARACIÓN RATIO VALOR EMPRESA SOBRE VENTAS)....	80
51 - COMPETENCIA - RATIO VALOR EMPRESA SOBRE VENTAS	81
52 - ANALISIS DEL RATIO EV / BAAIT	82
53 - RANGO DE COMPARACIÓN EV / BAAIT	82
54 - COMPETENCIA - RATIO EV / BAAIT	83
55 - MACY'S – RANGOS DE VALORACIÓN.....	84
56 - EVOLUCIÓN DE TIENDAS Y METROS CUADRADOS – ESCENARIO MÁS FAVORABLE	87
57 - ESTADO DE RESULTADOS – ESCENARIO MÁS FAVORABLE	88
58 - EVOLUCIÓN DE VENTAS Y MARGEN BRUTO	89
59 - RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS E INTERESES AJUSTADO – ESCENARIO MÁS FAVORABLE	89
60 - FLUJO DE FONDOS - ESCENARIO MÁS FAVORABLE	90
61 - COMPARATIVO MARGEN BRUTO CON ESCENARIO BASE.....	91

62 - EVOLUCIÓN DE TIENDAS Y METROS CUADRADOS – ESCENARIO MENOS FAVORABLE	92
63 - EVOLUCIÓN DE VENTAS Y MARGEN BRUTO – ESCENARIO MENOS FAVORABLE	93
64 - ESTADO DE RESULTADOS – ESCENARIO MENOS FAVORABLE	94
65 - FLUJO DE FONDOS - ESCENARIO MENOS FAVORABLE	95



Universidad de
San Andrés