



**UNIVERSIDAD DE SAN ANDRÉS**

**ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN Y NEGOCIOS**

**MAGÍSTER EN FINANZAS**

# **VALUACIÓN DE TARGET CORPORATION**

**AUTOR: MARINA PONCE**

**DNI: 34.859.230**

**DIRECTOR DE TRABAJO FINAL DE GRADUACIÓN: ALEJANDRO E. LOIZAGA**

**CIUDAD AUTÓNOMA DE BUENOS AIRES, FEBRERO 2019**

# INDICE DE CONTENIDOS

<b>RESUMEN EJECUTIVO</b> .....	<b>4</b>
<b>DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA</b> .....	<b>6</b>
HISTORIA.....	6
EL NEGOCIO.....	8
ESTRUCTURA CORPORATIVA.....	10
<b>ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA</b> .....	<b>15</b>
DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA Y VARIABLES QUE LA AFECTAN .....	15
POSICIÓN COMPETITIVA.....	22
<i>Posición de Target en el mundo</i> .....	22
<i>Posición de Target en relación con sus principales competidores</i> .....	23
<b>ANÁLISIS FINANCIERO</b> .....	<b>25</b>
ANÁLISIS PORCENTUALES DE LOS ESTADOS FINANCIEROS (EEFF) .....	25
<i>Estado de Resultados en porcentajes</i> .....	25
<i>Balance General en porcentajes</i> .....	26
ANÁLISIS DE RATIOS FINANCIEROS.....	30
<i>Ratios de rentabilidad</i> .....	30
<i>Ratios de gestión o actividad</i> .....	33
<i>Ratios de endeudamiento</i> .....	33
<i>Ratios de liquidez</i> .....	34
<b>INFORMACIÓN FINANCIERA DESTACADA</b> .....	<b>35</b>
<b>VALUACIÓN POR EL MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS</b> .....	<b>38</b>
INTRODUCCIÓN AL MÉTODO DCF.....	38
FACTORES QUE INFLUYEN EN LAS VENTAS. ESTRATEGIAS CORPORATIVAS.....	39
<i>La economía americana</i> .....	40
<i>La industria</i> .....	42
<i>La compañía: estrategias de venta</i> .....	43
PROYECTANDO LAS VENTAS FUTURAS.....	46
<i>Variables que determinarán las ventas futuras</i> .....	46
<i>Participación de las ventas digitales</i> .....	50
<i>Pronóstico de crecimiento en ventas totales</i> .....	51
MÁRGENES OPERATIVOS.....	52
GASTOS DE CAPITAL (CAPEX).....	53
GASTOS DE DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES.....	55
CAPITAL DE TRABAJO.....	58
CRECIMIENTO DEL VALOR TERMINAL DE LA FIRMA.....	60
TASA DE DESCUENTO.....	61
<i>Composición de la deuda</i> .....	61
<i>Costo de la deuda</i> .....	62
<i>Composición del capital</i> .....	62
<i>Costo del capital</i> .....	63
<i>El wacc</i> .....	65
ARMADO DE LOS FLUJOS DE FONDOS. CÁLCULO DEL VALOR DE LA FIRMA.....	65
ESCENARIOS ALTERNATIVOS.....	67
<i>Escenario optimista</i> .....	67
<i>Escenario pesimista</i> .....	70
<b>VALUACIÓN DE LA COMPAÑÍA POR MÚLTIPLOS COMPARABLES</b> .....	<b>72</b>
SELECCIÓN DE LAS EMPRESAS COMPARABLES.....	72
SELECCIÓN Y CÁLCULO DE LOS MÚLTIPLOS A UTILIZAR.....	73
APLICACIÓN DE LOS MÚLTIPLOS. SELECCIÓN DE RANGO DE SENSIBILIDAD.....	74
<i>EV/EBITDA</i> .....	74
<i>EV/Ventas</i> .....	75

<i>Price/Earnings ratio:</i> .....	77
<b>COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS.....</b>	<b>78</b>
<b>GLOSARIO .....</b>	<b>79</b>
<b>FUENTES CONSULTADAS .....</b>	<b>87</b>

## INDICE DE ILUSTRACIONES

ILUSTRACIÓN 1: DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS LOCALES.....	7
ILUSTRACIÓN 2: CRECIMIENTO DE TIENDAS DE 1999 A 2017 .....	8
ILUSTRACIÓN 3: VENTAS POR CANAL (TIENDA FÍSICA O DIGITAL).....	9
ILUSTRACIÓN 4: VENTAS POR TIPO DE PRODUCTO.....	9
ILUSTRACIÓN 5: PENETRACIÓN TARJETAS REDCARD .....	10
ILUSTRACIÓN 6: TENENCIA ACCIONARIA.....	11
ILUSTRACIÓN 7: ACCIONISTAS INSTITUCIONALES PRINCIPALES.....	11
ILUSTRACIÓN 8: ACCIONISTAS CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA .....	12
ILUSTRACIÓN 9: RENDIMIENTO ACUMULADO DE LOS ACCIONISTAS .....	14
ILUSTRACIÓN 10– CIERRE DE TIENDAS MINORISTAS POR UNIDAD .....	17
ILUSTRACIÓN 11– DENSIDAD DE COMERCIO MINORISTA POR HABITANTE EN EUROPA Y EE. UU. ....	18
ILUSTRACIÓN 12– EVOLUCIÓN DE APERTURA DE TIENDAS EN EE. UU. ....	19
ILUSTRACIÓN 13– MEZCLA COMERCIAL DE CENTROS COMERCIALES POR PAÍSES.....	20
ILUSTRACIÓN 14– TENDENCIAS EN TECNOLOGÍA .....	21
ILUSTRACIÓN 15- RANKING MUNDIAL .....	23
ILUSTRACIÓN 16– RATIOS DE RENTABILIDAD .....	32
ILUSTRACIÓN 17 - MONTO DE VENTAS (EN MILLONES DE DÓLARES).....	36
ILUSTRACIÓN 18 – EBIT Y GANANCIA NETA (EN MILLONES DE DÓLARES) .....	37
ILUSTRACIÓN 19 - BPA DILUIDO.....	38
ILUSTRACIÓN 20: AUMENTO DEL PBI EN USA POR ÁREA METROPOLITANA, 2017.....	40
ILUSTRACIÓN 21: INCREMENTO DEL INGRESO PERSONAL POR ESTADO, 2T 2018-3T 2018 .....	41
ILUSTRACIÓN 22: AUMENTO GASTOS PARA CONSUMO PERSONAL POR ESTADO, 2016-2017 .....	42
ILUSTRACIÓN 23: VENTAS DEL COMERCIO MINORISTA EN EE.UU.....	42
ILUSTRACIÓN 24: ESTRATEGIAS DE VENTA.....	45
ILUSTRACIÓN 25: APERTURA DE NUEVAS TIENDAS.....	47
ILUSTRACIÓN 26: INDICADOR SAME STORE SALES (VENTAS COMPARABLES) .....	48
ILUSTRACIÓN 27: CRECIMIENTO PBI .....	49
ILUSTRACIÓN 28: PROYECCIÓN DE PARTICIPACIÓN DE VENTAS DIGITALES EN LAS VENTAS TOTALES .....	51
ILUSTRACIÓN 29: CAPEX TOTAL 2004 A 2017 (EN MILLONES DE DÓLARES) .....	53
ILUSTRACIÓN 30: LOCACIÓN DEL CAPEX.....	54
ILUSTRACIÓN 31: RATIO DEPRECIACIONES/ACTIVOS FIJOS .....	56
ILUSTRACIÓN 32- TOTAL PROPIEDADES Y EQUIPOS, Y SU VARIACIÓN (EN MILLONES DE DÓLARES).....	57

## INDICE DE TABLAS

TABLA 1: PROGRAMA DE RECOMPRA DE ACCIONES.....	13
TABLA 2: DETALLE RENDIMIENTO ACUMULADO DE LOS ACCIONISTAS (DÓLARES).....	14
TABLA 3 – COMPARACIÓN DE MÁRGENES TARGET Vs. WALMART & COTSCO.....	24
TABLA 4 – ESTADO DE RESULTADOS EN PORCENTAJES.....	25
TABLA 5 - BALANCE GENERAL EN PORCENTAJES.....	27
TABLA 6 - RATIOS DE RENTABILIDAD.....	30
TABLA 7 - FÓRMULA DE DUPONT.....	31
TABLA 8 - RATIOS DE GESTIÓN.....	33
TABLA 9 - RATIOS DE ENDEUDAMIENTO.....	34
TABLA 10 - RATIOS DE LIQUIDEZ.....	34
TABLA 11: CORRELACIÓN CRECIMIENTO PBI Y AUMENTO VENTAS.....	49
TABLA 12: CÁLCULO DE LA TASA DE CRECIMIENTO DE LAS VENTAS FUTURAS.....	50
TABLA 13: PARTICIPACIÓN VENTAS DIGITALES EN LOS ÚLTIMOS CINCO AÑOS.....	50
TABLA 14: PROYECCIÓN DE PARTICIPACIÓN DE LAS VENTAS POR CANAL DIGITAL.....	51
TABLA 15: PROYECCIÓN DE VENTAS FUTURAS (EN MILLONES DE DÓLARES).....	51
TABLA 16: MÁRGENES OPERATIVOS.....	52
TABLA 17: PROYECCIÓN GASTOS DE CAPITAL.....	55
TABLA 18: HISTÓRICO DE DEPRECIACIONES Y ACTIVOS FIJOS 2008 A 2017.....	56
TABLA 19 - PROYECCIÓN ACTIVOS FIJOS Y DEPRECIACIONES/AMORTIZACIONES.....	58
TABLA 20 - CAPITAL DE TRABAJO 2013 A 2017.....	58
TABLA 21 – TASA DE ROTACIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO.....	59
TABLA 22 - PROYECCIÓN CAPITAL DE TRABAJO.....	60
TABLA 23 - FÓRMULA DE CÁLCULO DEL WACC.....	61
TABLA 24 – MONTO DE LA DEUDA FINANCIERA.....	61
TABLA 25 - BONO REFERENCIA PARA EL COSTO DE LA DEUDA.....	62
TABLA 26 - MONTO DEL CAPITAL.....	63
TABLA 27 - FÓRMULA DE CÁLCULO DEL COSTO DEL CAPITAL.....	63
TABLA 28 - CÁLCULO DE BETA.....	64
TABLA 29 - CÁLCULO DEL COSTO DE CAPITAL.....	65
TABLA 30 - CÁLCULO DEL WACC.....	65
TABLA 31 - FÓRMULA DE CÁLCULO DE LOS FLUJOS DE FONDOS Y VALOR TERMINAL.....	65
TABLA 32 - FLUJOS DE FONDOS Y VALOR DE LA FIRMA ESCENARIO BASE.....	66
TABLA 33 - VALOR DEL CAPITAL Y PRECIO POR ACCIÓN ESCENARIO BASE.....	67
TABLA 34: CRECIMIENTO VENTAS ESCENARIO OPTIMISTA.....	68
TABLA 35 - FLUJOS DE FONDOS EN ESCENARIO OPTIMISTA.....	69
TABLA 36: VALOR DEL CAPITAL Y PRECIO POR ACCIÓN ESCENARIO OPTIMISTA.....	69
TABLA 37: CRECIMIENTO VENTAS ESCENARIO PESIMISTA.....	70
TABLA 38: FLUJOS DE FONDOS EN ESCENARIO PESIMISTA.....	71
TABLA 39: VALOR DEL CAPITAL Y PRECIO POR ACCIÓN ESCENARIO PESIMISTA.....	71
TABLA 40 - EMPRESAS COMPARABLES.....	72
TABLA 41 - CÁLCULO DE LOS MÚLTIPLOS.....	73
TABLA 42 - CUADRO DE SENSIBILIDAD PARA MÚLTIPLO EV/EBITDA, ENTERPRISE VALUE.....	74
TABLA 43- CUADRO DE SENSIBILIDAD PARA EL MÚLTIPLO EV/EBITDA, EQUITY.....	75
TABLA 44- CUADRO DE SENSIBILIDAD PARA EL MÚLTIPLO EV/EBITDA, PRECIO POR ACCIÓN.....	75
TABLA 45- CUADRO DE SENSIBILIDAD PARA EL MÚLTIPLO EV/VENTAS.....	76
TABLA 46- CUADRO DE SENSIBILIDAD PARA EL MÚLTIPLO P/E.....	77
TABLA 47 - COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS POR AMBOS MÉTODOS.....	78

## RESUMEN EJECUTIVO

Uno de los elementos claves para cualquier inversor es determinar, más allá del precio vigente en el mercado, el valor de la empresa en la que tiene pensado invertir su dinero. En ese orden de ideas es que el presente trabajo tiene como objetivo valorar la firma Target Corporation.

A tal fin, en el presente trabajo empleamos dos de las metodologías de valoración de empresas más utilizadas en el mundo de las finanzas, con el objeto de cotejar ambos resultados y llegar así a una interpretación más consistente y sólida. Por un lado, aplicamos el método de los flujos descontados de caja (DCF). Por el otro, el método de los múltiplos comparables.

Antes de adentrarnos en la valuación propiamente dicha, describimos los elementos clave de nuestra empresa, como su historia, estructura corporativa, estrategias de venta, posición competitiva y la industria en la que opera, a efectos de comprenderla más profundamente.

Seguido a ello, realizamos el análisis financiero de la firma, mediante el análisis porcentual de sus Estados Contables más relevantes y a través del cálculo -e interpretación- de sus ratios financieros claves. Estos últimos, otorgan una perspectiva fundamental sobre la rentabilidad, gestión, grado de endeudamiento y liquidez de la empresa. También, observaremos otra información financiera destacada de la empresa a efectos de conocer su desempeño histórico, como ser el valor de sus ventas, ganancia operativa, ganancia neta y beneficio por acción.

Una vez superadas dichas etapas, procedemos con la valuación. En primer lugar, aplicaremos el método DCF, el cual se basa en la premisa de que *“el valor de cualquier activo financiero es el valor presente de sus flujos de caja futuros”*. Para ello proyectamos, para los próximos cinco años, el crecimiento de las ventas, inversión en activos fijos, márgenes operativos, capital de trabajo y amortizaciones. Luego, estimamos la tasa de descuento y armamos los flujos futuros de caja, llegando a obtener así el valor de la empresa, del capital y de la acción. Como la empresa es originaria de los Estados Unidos, se proyectaron flujos de fondos en dólares y en valores nominales.

En segundo lugar, aplicamos el método de los multiplicadores comparables, cuyos fundamentos consisten en determinar el precio de la acción mediante valores de referencia de empresas similares a la analizada. Aquí valuamos nuestra empresa cotejándola con aquellas de actividad y desempeño similar a ella como Walmart Inc., Costco Wholesale Corp., The Kroger Co., Kohl's Corporation, Dollar General Corp. y Macy's.

En cuanto a los resultados de nuestras valuaciones, al valorar a Target mediante el método DCF, arribamos a que el precio de la acción debería ser de \$103,04. A su vez, al aplicar la metodología de comparables utilizando los multiplicadores EV/EBITDA, EV/Ventas y P/E, obtuvimos que el precio de nuestra compañía debería situarse entre \$78,91 y \$83,60.



Universidad de  
**San Andrés**

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

### HISTORIA

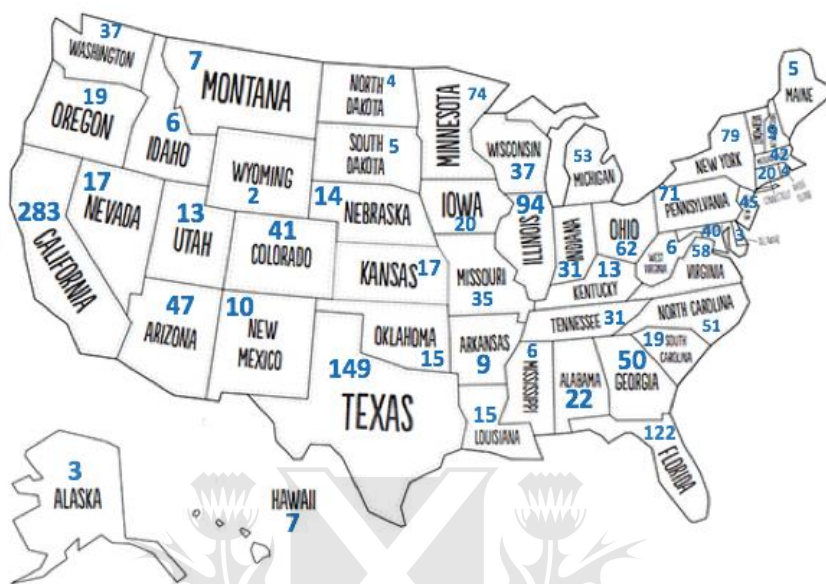
Target Corporation es la segunda cadena de tiendas mas grande de los Estados Unidos, detrás de Walmart, y es un componente del índice S&P 500. Fundada por George Dayton y con sede en Minneapolis, Minnesota, la compañía fue nombrada originalmente Goodfellow Dry Goods en junio de 1902 antes de cambiar su nombre a Dayton Company en 1910. La primera tienda Target abrió en Roseville, Minnesota en 1962, mientras que la empresa matriz pasó a llamarse Dayton Corporation en 1967, y se convirtió en Dayton-Hudson Corp en 1969.

Target se estableció como la división de mayores ingresos de Dayton-Hudson Corporation en la década de 1970; comenzó a expandir la tienda a nivel nacional en la década de 1980 e introdujo nuevos formatos de tiendas bajo la marca Target en la década de 1990. La compañía ha encontrado el éxito como un jugador "cheap & chic" en la industria. La empresa matriz pasó a llamarse Target Corporation en el año 2000.

A principios de 2010, Target sufrió un masivo y muy publicitado fallo de seguridad de datos de tarjetas de crédito de clientes, junto también al fracaso de su filial canadiense. Luego pudo revitalizarse y experimentó el éxito con su expansión en los mercados urbanos en los Estados Unidos. En 2014, Target anunció su salida del mercado canadiense, el único intento de internacionalización por parte de la compañía y que no prosperó. Los resultados financieros canadienses se incluyen en sus estados financieros como sus únicas operaciones discontinuadas.

Target a menudo es reconocido por su énfasis en *"las necesidades de sus compradores más jóvenes y conscientes de su imagen"*, mientras que su rival Walmart se basa más en *"precios siempre bajos"*. A fecha 3 de febrero de 2018, operaba 1.822 tiendas en todo Estados Unidos: es propietaria de los edificios de su sede en Minneapolis y sus alrededores y alquila y posee oficinas adicionales en otras partes del país. También arrienda oficinas en 12 países para diversas funciones de soporte.

### Ilustración 1: Distribución geográfica de los locales



Fuente: Elaboración propia

Desde 1999 hasta el año 2017, Target Corporation creció de manera sostenida, a excepción del año 2014 en donde decreció por el cierre de sus tiendas en Canadá, aunque no muy significativamente, tal como se muestra en la ilustración número 2.

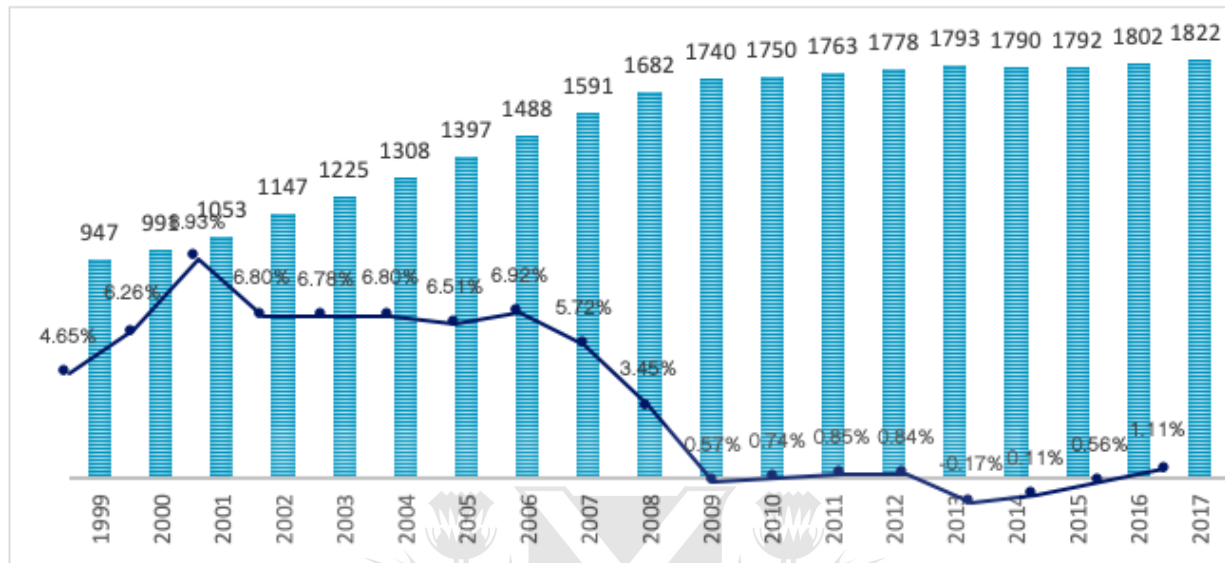
En cuanto a la tasa de dicho crecimiento, que se expone en la línea de color azul de la ilustración 2 en la siguiente página, observamos que el periodo de mayor expansión de la empresa fue entre los años 2001 a 2008, encontrando su pico máximo de crecimiento en 2002, donde la cantidad de sucursales llegó a incrementarse en casi un 9%.

Desde el año 2008 en adelante la tasa de crecimiento comenzó a desacelerarse de manera notable, posiblemente a causa de la fuerte recesión que impactó a la economía, tanto de Estados Unidos como mundial, debido a la crisis financiera ocurrida ese año.

En el año 2010, el crecimiento comenzó a estabilizarse hasta 2014, donde experimentó crecimiento negativo menor a 1%. A partir del 2015, la compañía comenzó nuevamente a crecer de manera estable y moderada, a una tasa menor al 1,2%.



**Ilustración 2: Crecimiento de tiendas de 1999 a 2017**



Fuente: Elaboración propia

## EL NEGOCIO

Target ofrece a sus clientes, a quienes se refiere como huéspedes, artículos de uso diario y de moda a precios reducidos. La compañía posee cinco líneas de negocio principales: artículos de primera necesidad, suministros de comida y mascotas, moda y accesorios, electrónica e informática y artículos para la casa.

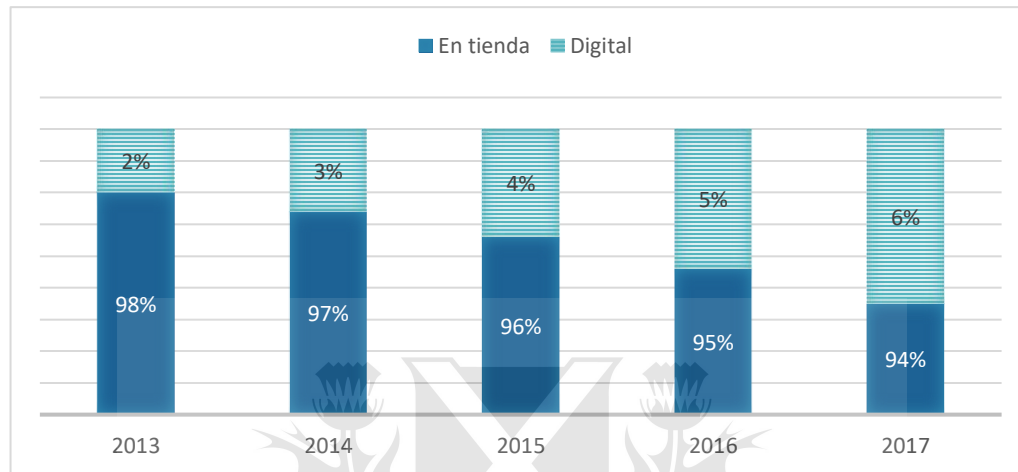
La mayoría de sus tiendas de mercancía general ofrecen surtido de alimentos, que incluye productos perecederos, comestibles secos, productos lácteos y congelados. Casi todas sus tiendas de más de 170.000 pies cuadrados ofrecen una línea completa de alimentos comparables a los supermercados tradicionales. Las tiendas más pequeñas, generalmente de menos de 50.000 pies cuadrados, ofrecen mercadería general y surtidos de alimentos.

Los canales digitales incluyen un amplio surtido de productos, que incluye muchos artículos en las tiendas, junto con un surtido complementario, como tamaños y colores adicionales, que se venden sólo en línea. Las ventas incluyen toda la venta de mercaderías, netas de devoluciones esperadas de productos y tarjetas de regalos no redimidas ('Gift Card Breakage')<sup>1</sup>. Los canales

<sup>1</sup> Gift Card Breakages: ingresos obtenidos a través de tarjetas de regalo no reembolsadas u otros servicios prepagos no reclamados. En estos casos, la empresa recibe dinero pero nunca termina proporcionando el servicio o artículo por el que pagó el cliente.

digitales incluyen todas las ventas iniciadas a través de aplicaciones móviles y los sitios web. Las ventas digitales pueden ser entregadas a través de las tiendas, centros de distribución, proveedores u otros métodos de entrega.

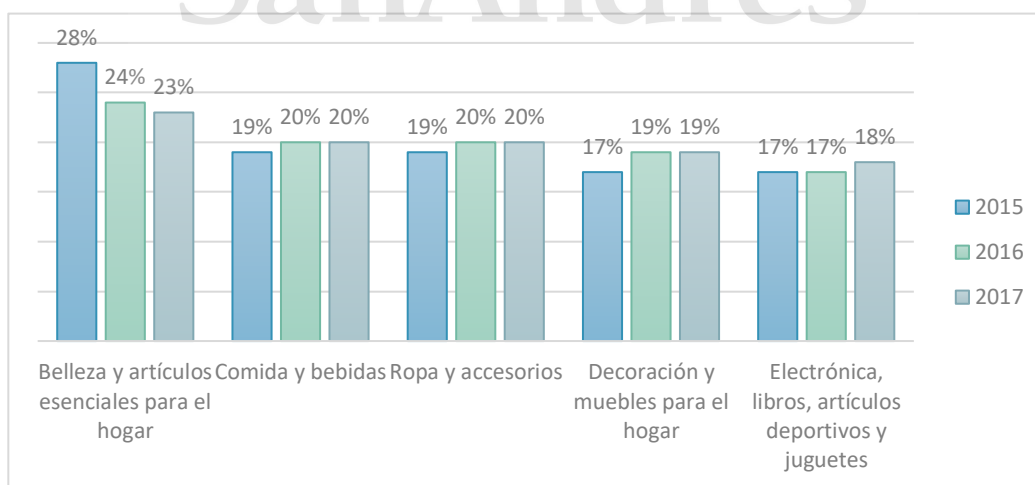
**Illustration 3: Ventas por canal (tienda física o digital)**



Fuente: Elaboración propia

En cuanto a las ventas por categorías de productos, detalladas en la ilustración número 4, el único rubro que ha disminuido su proporción es el de artículos del hogar, que ha descendido de un 28% en 2015 hasta representar un 23% en 2017. El resto de los rubros se mantuvieron estables o aumentaron levemente en el periodo bajo análisis.

**Ilustración 4: Ventas por tipo de producto**

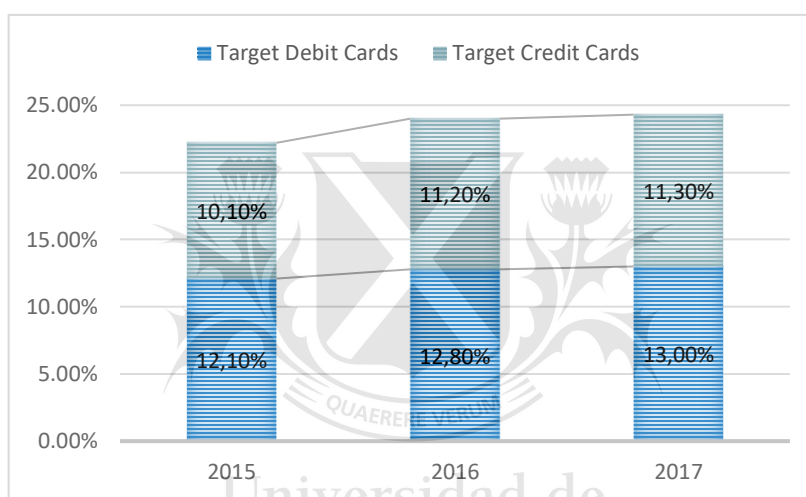


Fuente: Elaboración propia

Por otro lado, Target ofrece crédito a huéspedes calificados a través de tarjetas de crédito Target: la tarjeta Target y la tarjeta Target MasterCard. Además, ofrece una tarjeta de débito Target patentada. Colectivamente, la compañía se refiere a estos productos como REDcards.

Los huéspedes reciben un descuento del 5% en casi todas las compras, y envío gratis cuando usan una tarjeta RED. Target supervisa el porcentaje de ventas que se pagan con REDcards (REDCard Penetration) porque su análisis interno ha indicado que una parte significativa de las compras incrementales en las REDcards también son ventas incrementales para Target.

### Ilustración 5: Penetración tarjetas REDcard



Fuente: Elaboración propia

## ESTRUCTURA CORPORATIVA

Las acciones ordinarias de Target cotizan en la Bolsa de Valores de Nueva York con el símbolo "TGT". La compañía está autorizada a emitir hasta 6.000.000.000 acciones comunes, valor nominal \$0,0833 y hasta 5.000.000 acciones preferentes, valor nominal \$ 0,01. Al 8 de marzo de 2018, había 14.710 accionistas registrados.

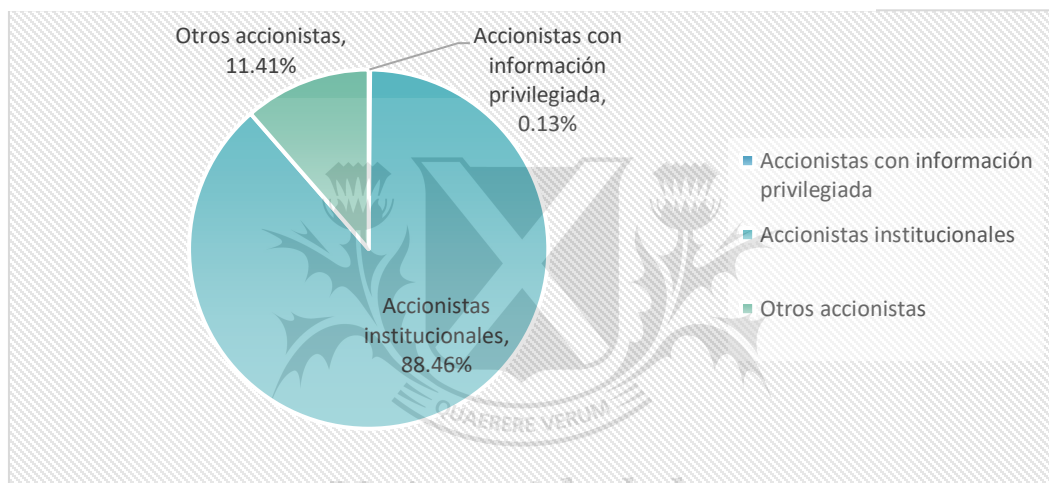
Con relación a la tenencia accionaria de la compañía, el 88% de las acciones se encuentra en poder de inversores institucionales, los cuales son en total 1491; un 0,13% en propiedad de personas con información privilegiada; y el 11,41% corresponde a otros accionistas.

Respecto de los inversionistas institucionales, debe recordarse que éstos son personas u organizaciones no bancarias que negocian acciones en cantidad o monto en dólares lo suficientemente grande para obtener un trato preferencial y comisiones más bajas.

Asimismo, sobre los accionistas que poseen información privilegiada (en inglés, insider trading), cabe citar que éstos son personas con acceso a información sobre la empresa que no se encuentra disponible públicamente.

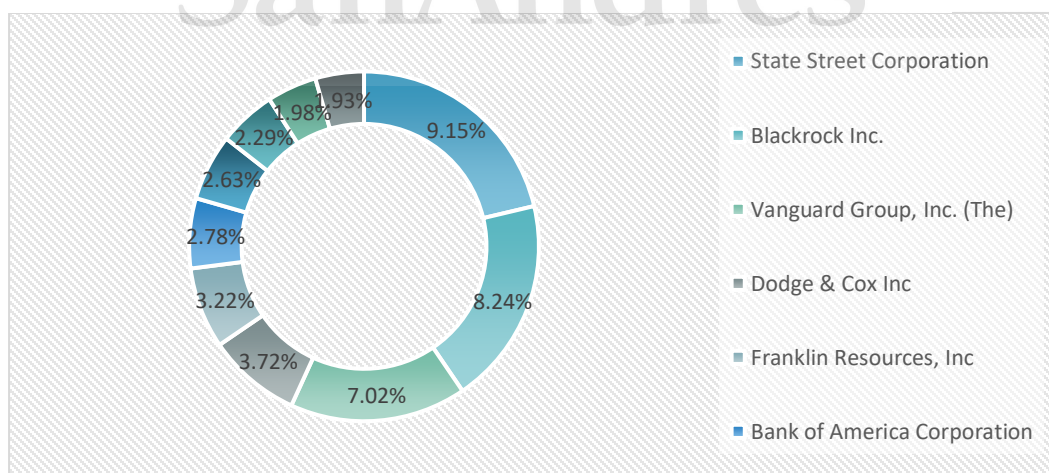
En los Estados Unidos (país de origen de nuestra empresa), las transacciones financieras llevadas a cabo por funcionarios de la empresa, empleados clave y directores no son ilegales, pero se deben notificar al regulador o ser divulgadas públicamente, por lo general a los pocos días de que se haya realizado la cotización en el mercado.

**Ilustración 6: Tenencia accionaria**



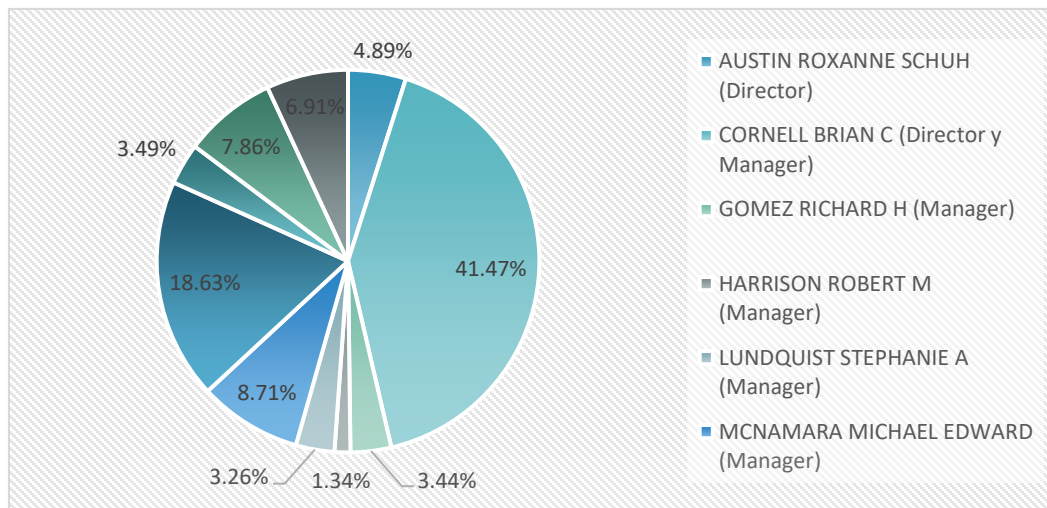
Fuente: Elaboración propia

**Ilustración 7: Accionistas institucionales principales**



Fuente: Elaboración propia

### Ilustración 8: Accionistas con información privilegiada



Fuente: Elaboración propia

El 20 de septiembre de 2016, el Consejo de Administración de la compañía autorizó un Programa de Recompra de Acciones (PRA) de \$5 mil millones. Target comenzó a recomprar acciones bajo esta autorización durante el cuarto trimestre de 2016.

Existen numerosas razones por las que puede ser beneficioso para una empresa recomprar sus acciones, incluida la consolidación de la propiedad, la subvaluación y el aumento de sus ratios financieros clave. En el caso de nuestra compañía, consideramos que el objetivo fue principalmente el de generar un crecimiento de ganancias por acción para sus inversionistas.

No existe un vencimiento establecido para el programa de recompra de acciones. Bajo este programa, la compañía recompró 21,3 millones de acciones ordinarias hasta el 3 de febrero de 2018, a un precio promedio de \$60,52, para una inversión total de \$1,3 mil millones de dólares.

La tabla 1 presenta información sobre las compras de acciones ordinarias de Target realizadas durante los tres meses que finalizaron el 3 de febrero de 2018 ya sea por la propia compañía o por cualquier "comprador asociado" de Target.

**Tabla 1: Programa de recompra de acciones**

Periodo	Acciones en el PRA	Precio/acción	USD de las acciones aún adquiribles por PRA
<b>29/10/2017 – 25/11/2017</b>			
Mercado abierto y compras privadas	583.027	\$ 55,36	\$ 3.841.829.136
Agosto 2017 PRA <sup>2</sup>	279.645	\$ 57,78	\$ 3.931.213.840
Noviembre 2017 PRA	2.350.000	\$ 65,97	\$ 3.681.213.840
<b>26/11/2017 – 30/12/2017</b>			
Mercado abierto y compras privadas	548.183	\$ 57,37	\$ 3.649.761.870
<b>31/12/2017 – 03/02/2018</b>			
Mercado abierto y compras privadas	527.361	\$ 66,45	\$ 3.614.721.098
Noviembre 2017 PRA <sup>3</sup>			\$ 3.709.702.895
<b>Total</b>	<b>4.288.216</b>		<b>\$ 3.709.702.895</b>

Fuente: Reporte Anual 2017 Target

En cuanto al rendimiento por acción, la ilustración 9 y la tabla 2 comparan el rendimiento acumulado total de los accionistas obtenido por las acciones comunes de Target durante los últimos cinco años fiscales, con lo siguiente:

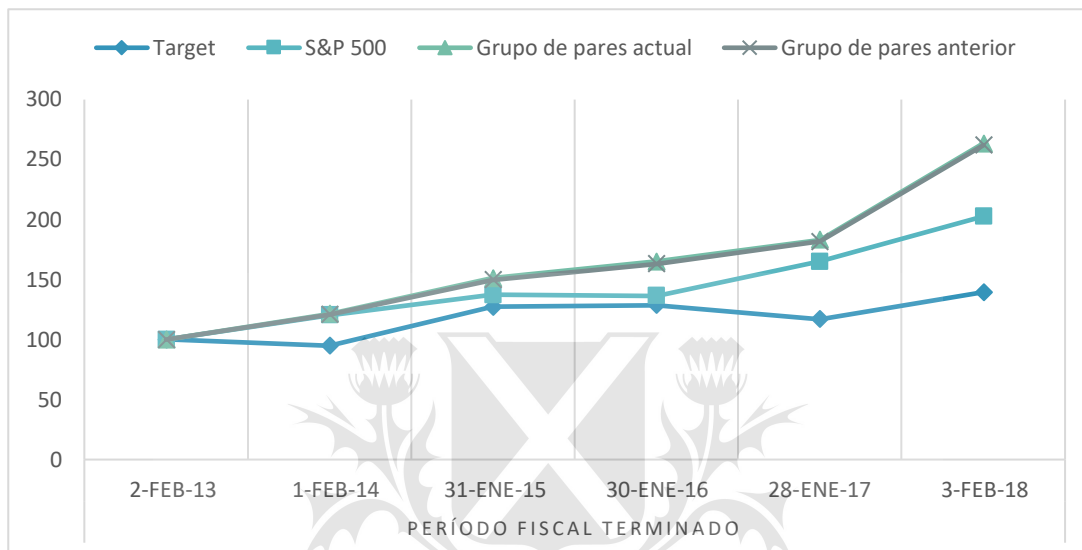
- i) el rendimiento total acumulado en el índice S & P 500,
- ii) el grupo de pares utilizado en presentaciones anteriores que consta de 18 minoristas en línea, mercadería general, grandes tiendas, alimentos y especialidades, que son competidores grandes y significativos (Amazon.com, Inc., Best Buy Co., Inc., Costco Wholesale Corporation, CVS Health Corporation, Dollar General Corporation, The Gap, Inc., The Home Depot, Inc., Kohl's Corporation, The Kroger Co., Lowe's Companies, Inc., Macy's, Inc., Publix Super Markets, Inc., Rite Aid Corporation, Sears Holdings Corporation, Staples, Inc., The TJX Companies, Inc., Walgreens Boots Alliance, Inc. y Walmart Inc.) (Grupo de pares anterior), y
- iii) un nuevo grupo de pares formado por las compañías del grupo de pares anterior, excluyendo Publix Super Markets, Inc., que ya no cotiza en una bolsa pública y Staples, Inc., que ya no cotiza en bolsa, más Dollar Tree, Inc. (Grupo de pares actual).

<sup>2</sup> Acciones incrementales recibidas al momento de la liquidación financiera del programa de recompra de acciones acelerado (PRA) iniciado en el tercer trimestre de 2017.

<sup>3</sup> No se recibieron acciones adicionales tras la liquidación final del PRA.

El grupo de pares (Peer group) se pondera por la capitalización bursátil de cada compañía componente. El gráfico asume la inversión de \$100 en acciones comunes de Target, el índice S&P 500 y el grupo de pares al 2 de febrero de 2013, y la reinversión de todos los dividendos.

**Ilustración 9: Rendimiento Acumulado de los Accionistas**



Fuente: Reporte Anual 2017 Target

**Tabla 2: Detalle rendimiento acumulado de los accionistas (dólares)**

	Período Fiscal terminado					
	Feb 2, 2013	Feb 1, 2014	Ene 31, 2015	Ene 30, 2016	Ene 28, 2017	Feb 3, 2018
Target	100,00	94,85	127,22	128,74	116,88	139,50
S&P 500	100,00	120,30	137,42	136,50	164,99	202,66
Grupo de pares actual	100,00	121,51	151,16	164,97	183,17	263,52
Grupo de pares anterior	100,00	120,95	149,92	163,25	181,67	261,95

Fuente: Reporte Anual 2017 Target

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

### DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA Y VARIABLES QUE LA AFECTAN

La industria de la venta minorista, o 'Retail Industry' en inglés, es un sector económico que engloba a las empresas especializadas en la comercialización masiva de productos o servicios uniformes a grandes cantidades de clientes. Es el sector industrial que entrega productos al consumidor final. La razón para involucrar a mayoristas y minoristas en un mismo sector fue una consecuencia de la gran cantidad de problemas y soluciones comunes que tienen ambos sectores por la masividad y diversidad, tanto de sus productos como de sus clientes.



En el negocio del comercio minorista se pueden incluir todas las tiendas o locales comerciales que habitualmente se encuentran en cualquier centro urbano con venta directa al público; sin embargo, su uso se halla más bien ligado a las grandes cadenas de locales comerciales dedicadas a la venta de productos de consumo masivo.

El ejemplo más común del comercio minorista lo constituyen los supermercados; otros comercios tradicionalmente asociados al comercio minorista son las tiendas por departamentos, casas de artículos para el hogar, tiendas tradicionales (predominantes en países del tercer mundo), ferreterías, farmacias, venta de indumentaria, librerías, entre muchas más. La complejidad del comercio minorista viene dada por la amplia variedad de artículos y tipos de artículos que ofrecen, así como el nivel de operaciones efectuado.

La industria de los grandes centros comerciales en Estados Unidos es un modelo económico y estilo de vida que llevan instalados en el país desde los años setenta. Por décadas la industria creció exponencialmente hasta convertirse en la industria minorista más fuerte y sólida del mundo, superando ampliamente a China, su rival comercial más fuerte. No obstante, actualmente y desde hace algunos años, el comercio minorista en EE. UU. se encuentra atravesando por una de las transformaciones más grandes que ha conocido en su historia.

Por muchos años, el negocio era estable, tradicional y lleno de ofertas similares en cuanto a espacio de tienda, selección de productos y forma de comunicarse o conectarse con los consumidores. Sin embargo, el sector no ha sido inmune a los cambios que las nuevas tecnologías han traído al día-día de los negocios. La tecnología ha impactado, y seguirá haciéndolo, en la



manera cómo, dónde, cuándo y qué compran los consumidores. Esto, sin dudas, presenta grandes desafíos en los modelos de negocios del comercio minorista para retener, e incrementar, su base de clientes de manera rentable.

Sin ninguna duda, los consumidores de hoy han evolucionado sus expectativas y su uso de tecnologías avanzadas, lo cual ha causado que la industria global del comercio minorista también se vea obligada a emprender un profundo cambio de métodos operativos.

En este sentido, para mitad de 2017 habían cerrado en EE. UU. 2880 establecimientos, más de la mitad que en todo 2016. Según Credit Suisse<sup>4</sup>, a final del ejercicio habrán desaparecido 8640 tiendas de grandes comercios, superando en 1400 las que se registraron en 2008, cuando la economía estadounidense comenzó a sufrir el estallido de la crisis financiera.

En igual orden de ideas, según datos del estudio “Cierre de Centros comerciales en EE. UU.” elaborado por la consultora CBRE<sup>5</sup>, la sobreoferta comercial, la obsolescencia de los centros y el auge del e-commerce provocarán, en los próximos 5 años, el cierre de 300 de los 1.200 centros comerciales que hay actualmente en Estados Unidos, es decir, el 25%.

Todo esto está ocurriendo en el marco de un ciclo económico favorable (las ventas minoristas están creciendo por encima del 4% desde 2013 y la confianza del consumidor está en uno de sus puntos más altos desde hace 15 años) por lo que es dable inferir que las causas de este fenómeno no se deben a factores coyunturales sino a cambios estructurales.

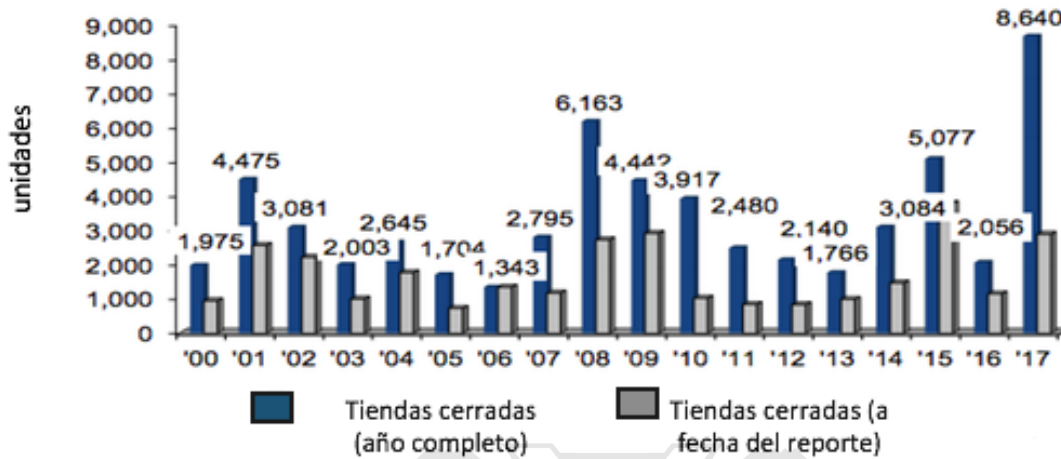
Universidad de  
San Andrés

---

<sup>4</sup> <https://research-doc.credit-suisse.com/docView?language=ENG&format=PDF&sourceid=csplusresearchcp&documentid=1073325671&serialid=EyVXtoz87yovWNNAvzFsqUqOSSytpm8w1T1EClgtRo=>

<sup>5</sup> <https://www.modaes.es/files/0002016/0003centrorecursos/mercadoinmobiliario/2017-cbre-cierre-de-centros-comerciales-en-eeuu-existen-motivos-de-alarma-en-espana.PDF>

### Ilustración 10– Cierre de tiendas minoristas por unidad

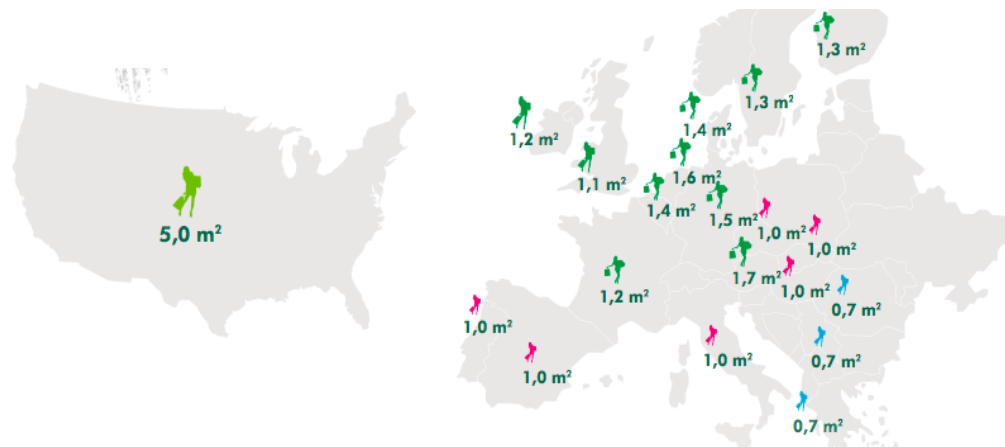


Fuente: Reporte Credit Suisse sobre la Industria del Comercio minorista

Según las predicciones de CBRE, sólo los centros que consigan adaptarse y abordar los siguientes tres factores sobrevivirán:

a) **Sobreoferta comercial:** Estados Unidos presenta una gran sobreoferta comercial en comparación, por ejemplo, con Europa. Según la empresa proveedora de información financiera Cowen Group, EE. UU. tiene una ratio de superficie de centros comerciales por habitante 7 veces mayor que el de Italia, y 10 veces que el de Alemania. Mientras que en toda Europa la densidad de comercio minorista ocupa un metro cuadrado por habitante de media, en Norte América es cinco veces mayor, debido a los escasos límites existentes en política urbanística y su arraigada cultura de consumo.

### Ilustración 11– Densidad de comercio minorista por habitante en Europa y EE. UU.



Fuente: Informe CBRE "Cierre de Centros Comerciales en Estados Unidos" de noviembre de 2017

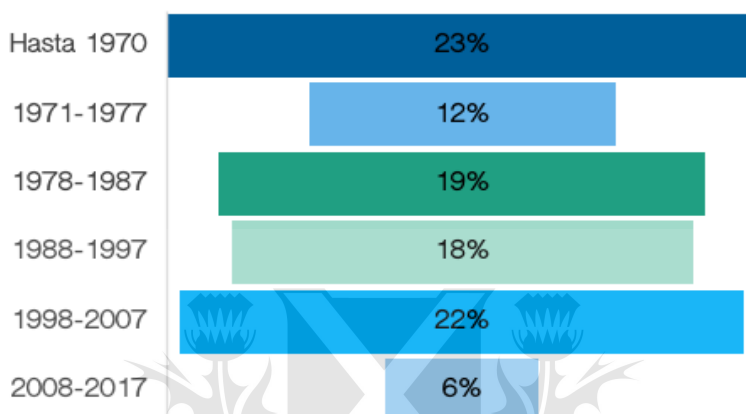
Ya a mediados de los años noventa se consideraba que el sector de centros comerciales en Estados Unidos estaba maduro. Sin embargo, desde entonces, la oferta ha crecido un 23%. Hoy el número de centros y parques comerciales se mantiene estable en torno a 116.000, sustentando en conjunto el 76% de las ventas minoristas en Estados Unidos. A modo de comparativa, en España los 560 centros comerciales actuales sólo representan el 18% de las ventas minoristas.

Una de las explicaciones para la desproporcionalidad en la cantidad de tiendas, encuentra su origen en la crisis económica del 2008. Aquella crisis tuvo sus inicios en la burbuja de crédito en el mercado inmobiliario donde, dentro del espiral de construcción y financiación casi ilimitada de viviendas, también tuvo su cuota la creación de nuevos centros comerciales.

Entre 1950 y 2000 se construyeron en los EE. UU más de 1.500 centros comerciales o 'malls'. Se espera en que en una década solo queden 900. La razón de este declive imparable viene en buena medida resumida en que, simplemente, Estados Unidos construyó demasiados centros comerciales. Los malls fueron durante muchos años una seña de identidad del consumismo americano que se exportó al resto del mundo occidental. Hoy centenares de ellos están abandonados, mientras que muchos otros lo harán en los próximos años.

**b) Obsolescencia de los centros:** Los primeros centros comerciales se desarrollaron en los años 50 y, mientras que más de un tercio del stock se construyó antes de 1978, más de la mitad lo hizo antes de 1988. Buena parte de esta primera y segunda generación de centros comerciales se ha quedado, por lo tanto, obsoleta.

### Ilustración 12– Evolución de apertura de tiendas en EE. UU.



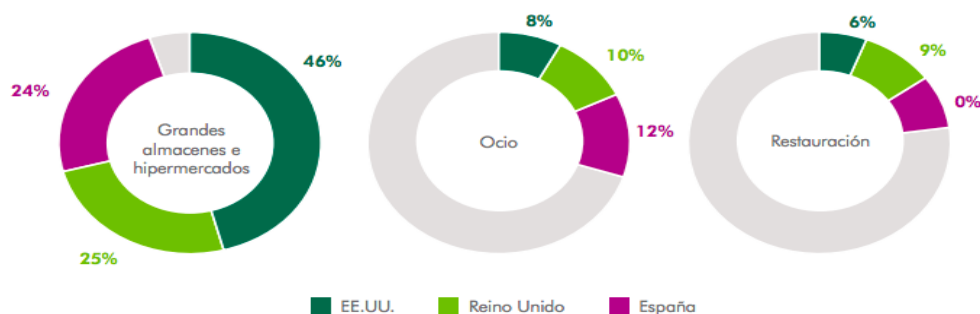
Fuente: Elaboración propia

Los únicos centros comerciales que están teniendo éxito en estos tiempos de cambio son los que se acercan al modelo europeo: aquellos que apuestan por las actividades relacionadas con el ocio y alquilan pequeños espacios a marcas de alta gama, mundialmente conocidas.

Los estadounidenses -al menos, en las grandes ciudades- se están “europeizando”. La generación más joven y urbana no compra automóviles, y cada día valoran más la accesibilidad a las tiendas. Los restaurantes son un sector al alza y, por definición, en un centro comercial no se pueden encontrar buenos sitios para comer. Los jóvenes tienden a gastar más en tecnología y en experiencias, viajes y gastronomía, actividades que se pueden compartir en las redes sociales, en detrimento de la típica costumbre americana del “shop until you drop” (compra hasta que caigas).

Y el ocio también está cambiando, como lo demuestra el hecho que la ocupación hotelera en EE. UU. esté batiendo récords en 2017, a pesar de que el número de turistas extranjeros se está reduciendo por las nuevas -y más restrictivas- políticas inmigratorias de Donald Trump. Eso sólo significa una cosa: la gente viaja más. Y no va al mall.

### Ilustración 13– Mezcla comercial de centros comerciales por países



Fuente: Informe CBRE "Cierre de Centros Comerciales en Estados Unidos" de noviembre de 2017

**c) Auge de E-commerce (comercio electrónico), el efecto “Amazon”:** Como último factor, y por lejos el más relevante dado que implica un cambio de paradigma, es el auge del comercio digital.

En la actualidad, resulta imposible para los comercios minoristas obviar la realidad de que los consumidores optan por la comodidad de las compras online. El razonamiento es que muchas veces no se justifica ir a comprar una tienda, que puede implicar grandes desplazamientos con el consecuente costo y pérdida de tiempo asociado, si se puede adquirir el mismo producto (y entregado a domicilio) con tan sólo un clic.



Las ventas on-line representan en Estados Unidos el 15% del total de ventas minoristas, lo que la sitúa en el segundo país del mundo, después de Reino Unido, en el ranking de países con mayor penetración del comercio electrónico. A pesar de ya ser alto, ese porcentaje sigue creciendo significativamente (14%/15%) año tras año.<sup>6</sup> Y en este fenómeno, el líder indiscutido es el gigante de venta minorista por Internet: Amazon.

Así, en Estados Unidos ya es mucho más perceptible la competencia que supone el e-commerce para el comercio minorista físico, ya que mientras que las ventas en el segmento online crecieron el 15% entre 2010 y 2015, en las tiendas físicas lo hizo un 4%, resultando especialmente perjudicados la electrónica y las grandes cadenas.

<sup>6</sup> Fuente: <https://www.modaes.es/files/0002016/0003centrorecursos/mercadoinmobiliario/2017-cbre-cierre-de-centros-comerciales-en-eeuu-existen-motivos-de-alarma-en-espana.PDF>

La misma tendencia se aprecia en el 2017, con las ventas del e-commerce siendo mucho más favorables que en comercio minorista físico. No obstante, en la mayoría de las actividades comerciales los comerciantes a pie de calle están aprovechando las oportunidades que brinda el e-commerce y, en 2016, más de la mitad de las ventas e-commerce fueron realizadas por comercio minorista originarios del mundo offline.

En este desafiante contexto, la velocidad de adaptación antes el cambio, así como la capacidad de innovación de los jugadores de esta industria, es lo que marcará la diferencia. Según un estudio realizado por Zebra Technologies<sup>7</sup>, la motivación para los comerciantes en invertir en tecnología es:

- Mejorar la experiencia del cliente
- Controlar la competencia
- Mejorar el manejo de inventario
- Aumentar ganancias
- Reducir costos operativos

Ilustración 14– Tendencias en tecnología



Fuente: Estudio sobre la industria de comercio minorista 2017 de Zebra Technologies

<sup>7</sup> [https://www.zebra.com/content/dam/zebranewia/en-us/solutions-verticals/vertical-solutions/comercio minorista /vision-study/comercio minorista -vision-study-2017-es-la.pdf](https://www.zebra.com/content/dam/zebranewia/en-us/solutions-verticals/vertical-solutions/comercio%20minorista/vision-study/comercio%20minorista-vision-study-2017-es-la.pdf)

## POSICIÓN COMPETITIVA

### POSICIÓN DE TARGET EN EL MUNDO

De acuerdo con la revista Forbes, Target Corporation se encuentra en el puesto 242 dentro del ranking de las 2000 compañías que cotizan públicamente más grandes del mundo<sup>8</sup>, ocupando a su vez en dicha lista las siguientes sub-posiciones:

- ✓ #100 en Ventas
- ✓ #257 en Ganancias
- ✓ #360 en Valor de Mercado
- ✓ #745 en Activos

Con relación a su posición en el mercado norteamericano, se encuentra rankeada como número 80 dentro de la lista de las 500 mayores empresas que cotizan en bolsa en los Estados Unidos<sup>9</sup>, ocupando también los puestos:

- ✓ #39 en ventas
- ✓ #78 en Ganancias
- ✓ #147 en Valor de Mercado
- ✓ #166 en Activos

A su vez, se encuentra posicionada en el lugar 449 en la lista de los 500 mejores empleadores del mundo<sup>10</sup>, y en el puesto 89 dentro de las 100 marcas más valiosas mundialmente<sup>11</sup>.

Con relación a su posición dentro del mercado americano de comercio minorista, la empresa compete con los minoristas tradicionales e Internet, incluidos los minoristas generales de mercancías fuera de precio, los minoristas de ropa, los clubes mayoristas, los minoristas de categorías específicas, las farmacias, los supermercados y otras formas de comercio minorista. La capacidad de diferenciarse positivamente y proporcionar un valor convincente a sus huéspedes determina en gran medida la posición competitiva dentro de la industria.

---

<sup>8</sup> <https://www.forbes.com/global2000/list/>

<sup>9</sup> <https://www.forbes.com/top-public-companies/list/-header:position>

<sup>10</sup> <https://www.forbes.com/world-best-employers/list/>

<sup>11</sup> <https://www.forbes.com/powerful-brands/list/>

Actualmente centra la mayoría de sus ventas en un mercado con una edad media de 40 años, que cuenta con un ingreso en el hogar de aproximadamente \$ 64.000 anuales, donde el 43% tiene niños en casa y el 57% tienen educación universitaria completa.

### Ilustración 15- Ranking mundial



Fuente: Elaboración propia

### POSICIÓN DE TARGET EN RELACIÓN CON SUS PRINCIPALES COMPETIDORES

Respecto a sus competidores directos, su mayor contrincante es la compañía Walmart, quien posee casi un 25% de la cuota de mercado de la industria del comercio minorista de comestibles y alimentos en los Estados Unidos; siendo su segundo mayor competidor Costco Wholesale.

Target intenta de manera constante implementar nuevas opciones de mercado en sus tiendas, con el afán de ganarle a Walmart. En este sentido, la compañía ha adoptado una estrategia muy similar a la de su feroz competidora, lanzando campañas publicitarias en donde garantiza ofrecer el precio más bajo en una variedad de productos.

En la tabla 3 a continuación, se puede observar indicadores de relevancia para Target en comparación con sus competidores, Walmart y Costco Wholesale.



**Tabla 3 – Comparación de márgenes Target Vs. Walmart & Costco**

(En millones)	Target	Walmart	Costco Wholesale
Ingresos por ventas	\$71.879	\$500.343	\$126172
Ganancia Operativa (EBIT)	\$4.312	\$20.437	\$4.111
<b>Margen Operativo (EBIT/Ventas)</b>	<b>6,00%</b>	<b>4,08%</b>	<b>3,26%</b>
Ganancia Neta	\$2.934	\$9.862	\$2.679
<b>Margen Neto (Ganancia Neta/Ventas)</b>	<b>4,08%</b>	<b>1,97%</b>	<b>2,12%</b>

Fuente: Elaboración propia

Podemos observar que la empresa presenta mejores márgenes operativo y neto que sus competidores, llegando incluso a duplicar el Margen Neto evidenciado por Walmart.

Cabe recordar que el Margen Bruto evidencia el beneficio directo que consigue una empresa sin tener en consideración los gastos por impuestos, personal, administrativos y otros, lo cual sirve para determinar si el negocio es o no rentable. En este caso, observamos que es del 6% por lo que por cada dólar que vendió, Target generó 6 centavos de utilidad.

Para optimizar este indicador es importante reducir al máximo posible los costos operacionales, potenciar las ventas y determinar un precio que, además de ser competitivo, resulte en un beneficio aceptable.

El Margen Neto sirve para conocer el margen total de beneficios atribuible a cada producto vendido, luego considerar todos los costos asociados. En el caso de Target, se observa un Margen Neto del 4,08%, lo que significa que por cada \$100 que entran a la caja de la empresa, sobran \$ 4,08 después de pagar todos los costos necesarios para la fabricación del producto, los gastos fijos y variables y los impuestos.

## ANÁLISIS FINANCIERO

Para analizar financieramente a Target Corporation tomaremos los últimos 5 periodos fiscales, a fines de analizar la información contable de la empresa y así obtener una visión objetiva acerca de su situación actual y cómo se espera que esta evolucione en el futuro.

### ANÁLISIS PORCENTUALES DE LOS ESTADOS FINANCIEROS (EEFF)

Leer e interpretar los EEFF directamente cómo se encuentran expuestos trae aparejado algunos inconvenientes:

- Comparan valores nominales, ignorándose los efectos de la inflación,
- El grado de importancia de los saldos contables es confuso dado que se expresa en valores numéricos diferentes,
- Juzgar la liquidez, endeudamiento, rentabilidad en base a los datos del balance resulta complejo al manejarse información no homogénea.

Todos estos inconvenientes se eliminan al transformar los estados financieros en porcentajes.

#### ESTADO DE RESULTADOS EN PORCENTAJES

**Tabla 4 – Estado de Resultados en porcentajes**

<i>Período Fiscal</i>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>Promedio</b>
Ventas	100%	100%	100%	100%	100%	
Costo de Ventas	71,13%	70,72%	70,80%	70,61%	70,20%	<b>70,69%</b>
<b>Margen Bruto</b>	<b>28,87%</b>	<b>29,28%</b>	<b>29,20%</b>	<b>29,39%</b>	<b>29,80%</b>	<b>29,31%</b>
Gastos Administrativos y Generales	19,82%	19,22%	19,88%	20,21%	20,29%	<b>19,88%</b>
Depreciaciones y Amortizaciones	3,05%	2,91%	2,67%	2,93%	2,80%	<b>2,87%</b>
Ganancia por venta de activos			0,84%		0,55%	<b>0,28%</b>
<b>EBIT</b>	<b>6,00%</b>	<b>7,15%</b>	<b>7,49%</b>	<b>6,25%</b>	<b>7,25%</b>	<b>6,83%</b>
Gastos de Intereses Netos	0,93%	1,44%	0,82%	1,21%	1,47%	<b>1,18%</b>
<b>EBT</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>5,03%</b>	<b>5,78%</b>	<b>5,65%</b>
Provisión por impuestos	1,00%	1,86%	2,17%	1,66%	2,00%	<b>1,74%</b>
<b>Ganancia Neta de operaciones continuas</b>	<b>4,07%</b>	<b>3,84%</b>	<b>4,50%</b>	<b>3,37%</b>	<b>3,78%</b>	<b>3,91%</b>
Operaciones Discontinuas netas de impuesto	0,01%	0,10%	0,06%	-5,63%	1,01%	
<b>Ganancia Neta Total</b>	<b>4,08%</b>	<b>3,94%</b>	<b>4,56%</b>	<b>-2,25%</b>	<b>2,77%</b>	

Fuente: Elaboración propia y EEFF Target

Todos los rubros del estado de resultados en general se observan muy estables a lo largo de los cinco años analizados. La única excepción se presenta en el año 2014 donde, debido a las operaciones que decidieron discontinuarse, la ganancia neta final del periodo arrojó pérdida por un 2,25% de las ventas.

Cabe recordar con relación a ello que, tal como se mencionara en apartados anteriores, la empresa intentó penetrar comercialmente en Canadá a efectos de comenzar a internacionalizarse, inversión que no resultó tan rentable como se esperaba, generando que en el año 2014 se decidiera la eliminación de esa línea de negocio.

Respecto de los costos por mercaderías vendidas, se observa que oscilan entre el 70% y el 71% de las ventas, verificándose un leve aumento en 2017 en comparación con el año anterior, pasando de 70,72% a 71,13%. Ello se tradujo en una leve disminución del margen bruto, de un 29,28% en 2016, a un 28,87% en 2017. En general, el margen bruto se observa que, es en promedio, un 29,30% de las ventas.

En cuanto a la ganancia antes de intereses e impuestos (EBIT) se observa que oscila entre un 6% y un 7,49% de las ventas durante el periodo analizado. Sí se observó una leve disminución de este resultado de 2016 a 2017, básicamente por la disminución del margen bruto y por el aumento de los gastos administrativos y de amortizaciones, los cuales son en promedio de casi un 20% y un 3% de las ventas cada año, respectivamente.

Por último, cabe resaltar que en 2015 la empresa tuvo una fuerte recuperación luego de presentar quebranto en el periodo anterior, observándose una ganancia neta en dicho año de más del 4,5%. La ganancia decreció levemente en los dos periodos posteriores, situándose en alrededor del 4% del valor de las ventas en los años 2016 y 2017.

---

#### BALANCE GENERAL EN PORCENTAJES

A continuación, procederemos a analizar porcentualmente el Balance General, también llamado Estado de Situación Patrimonial, el cual nos mostrará en detalle los activos, los pasivos y el patrimonio neto de la empresa.

Tabla 5 - Balance General en porcentajes

Ejercicio cerrado al	3/2/18	28/01/17	30/01/16	31/01/15	1/2/14	Promedio
<b>ACTIVOS</b>						
Efectivo y equivalentes	6,78%	6,71%	10,05%	5,37%	1,50%	<b>6,08%</b>
Bienes de cambio	22,20%	22,20%	21,36%	20,12%	18,58%	<b>20,89%</b>
Otros activos corrientes	3,24%	3,12%	0,80%	2,57%	1,78%	<b>2,30%</b>
Activos Ctes, de Activ, descontinuadas	0,00%	0,00%	2,88%	5,04%	4,11%	<b>2,41%</b>
<b>Total, Activos Corrientes</b>	<b>32,22%</b>	<b>32,03%</b>	<b>35,10%</b>	<b>33,09%</b>	<b>25,98%</b>	<b>31,68%</b>
Terrenos	15,63%	16,31%	15,21%	14,88%	13,79%	<b>15,16%</b>
Edificios y mejoras	72,81%	73,77%	67,21%	64,64%	58,32%	<b>67,35%</b>
Arreglos y equipamiento	14,42%	14,70%	13,28%	12,94%	11,67%	<b>13,40%</b>
Hardware y Software	6,78%	7,08%	6,50%	6,20%	5,38%	<b>6,39%</b>
Construcciones en progreso	1,13%	0,53%	0,78%	1,03%	1,70%	<b>1,03%</b>
Depreciación Acumulada	-46,62%	-46,52%	-40,35%	-36,66%	-31,57%	<b>-40,34%</b>
Activos no Ctes, de Activ, descontinuadas	0,00%	0,00%	0,19%	1,74%	12,26%	<b>2,84%</b>
Otros Activos No Ctes	3,63%	2,09%	2,09%	2,13%	2,48%	<b>2,49%</b>
<b>Total, Activos No Ctes</b>	<b>67,78%</b>	<b>67,97%</b>	<b>64,90%</b>	<b>66,91%</b>	<b>74,02%</b>	<b>68,32%</b>
<b>Total Activos</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>PASIVOS Y PATRIMONIO NETO</b>						
Cuentas por pagar	22,25%	19,37%	18,42%	18,85%	16,46%	<b>19,07%</b>
Deudas devengadas y otras deudas Ctes	10,91%	9,98%	10,52%	9,19%	8,10%	<b>9,74%</b>
Parte Cte de deuda a largo plazo/otras	0,69%	4,59%	2,02%	0,22%	2,57%	<b>2,02%</b>
Pasivos Ctes de Activ descontinuadas	0,00%	0,00%	0,38%	0,25%	1,55%	<b>0,44%</b>
<b>Total Pasivos Ctes</b>	<b>33,85%</b>	<b>33,95%</b>	<b>31,35%</b>	<b>28,50%</b>	<b>28,68%</b>	<b>31,27%</b>
Deuda a largo plazo y otras deudas	29,02%	29,47%	29,67%	30,69%	25,65%	<b>28,90%</b>
Impuesto a las ganancias diferido	1,83%	2,30%	2,04%	2,82%	3,03%	<b>2,40%</b>
Pasivos no Ctes, de Activ, descontinuadas	0,00%	0,00%	0,04%	0,47%	2,91%	<b>0,68%</b>
Otras deudas no Ctes	5,28%	5,02%	4,71%	3,53%	3,30%	<b>4,37%</b>
<b>Total Pasivos No Ctes</b>	<b>36,13%</b>	<b>36,79%</b>	<b>36,47%</b>	<b>37,50%</b>	<b>34,89%</b>	<b>36,36%</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>69,98%</b>	<b>70,74%</b>	<b>67,82%</b>	<b>66,00%</b>	<b>63,57%</b>	<b>67,62%</b>
Acciones comunes	0,12%	0,12%	0,12%	0,13%	0,12%	<b>0,12%</b>
Capital en exceso	15,02%	15,12%	13,28%	11,90%	10,03%	<b>13,07%</b>
Ganancias retenidas	16,80%	15,72%	20,34%	23,42%	28,28%	<b>20,91%</b>
Otras pérdidas integrales acumuladas	-1,92%	-1,70%	-1,56%	-1,45%	-2,00%	<b>-1,73%</b>
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>30,02%</b>	<b>29,26%</b>	<b>32,18%</b>	<b>34,00%</b>	<b>36,43%</b>	<b>32,38%</b>
<b>Total Pasivo + Patrimonio Neto</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia y EEFF Target

Analizar el Balance General nos da una idea de cómo se encuentra conformada la compañía, así como de su estructura de financiamiento.

### Composición del Activo

En primer lugar, observamos que los activos corrientes representan un 32% del total del activo. Dentro de los activos de este rubro, vemos que el efectivo es un 6,78% de todo el activo, valor muy similar al que presentó en el ejercicio anterior (6,71%), presentando los años anteriores valores más oscilantes, entre 1,5 % y 10%.



Es positivo que el dinero en efectivo no sea un rubro muy representativo en el balance, dado que no es rentable tener una gran cantidad de dinero en la caja o en el banco donde no está generando rentabilidad. Toda empresa debe procurar no tener más efectivo de lo estrictamente necesario, a excepción de que se trate de una entidad financiera, que por su objeto social debe necesariamente conservar importantes recursos en caja.

Se observa que la proporción de bienes de cambio que posee la compañía ha ido aumentando desde el ejercicio cerrado en enero 2014 al corriente, aunque no de manera tan pronunciada, pasando del 18,58% al 22,20% en dicho periodo.



En promedio, los inventarios representan un 21% del activo, lo cual resulta un valor significativo pero normal para la industrial en la que se encuentra la empresa, en donde se debe contar con altos inventarios y alta rotación.

La proporción de otros activos corrientes no resulta significativa (2,30% en promedio) y, por otro lado, en relación con el activo corriente de las actividades discontinuadas, se observa que desaparece en el ejercicio cerrado en enero 2016, por lo que en dicho ejercicio la empresa terminó de deshacerse de todo lo vinculado a su intento fallido de inserción comercial en Canadá.

Un hecho a destacar es que la empresa no presenta en su balance cuentas por cobrar, lo cual evidencia que no ofrece ventas a crédito (o al menos de forma tan significativa), por lo que no debe preocuparse por posibles desbalances entre el dinero que debe cobrar por las ventas y los costos en que debe incurrir para poder realizarlas.

Ahora bien, con relación a los activos no corrientes, ascienden a un 67% del activo. Estos representan los activos fijos de la compañía, los que necesita para poder operar (Maquinaria,

terrenos, edificios, equipos, etc.), y en empresas industriales o comerciales como la nuestra, siempre suelen ser representativos.

Dentro de esta categoría, el rubro más relevante sin dudas es el de edificios y mejoras, el cual ha ido incrementándose notablemente en el periodo analizado, pasando del 58,32% al 72,81%. Por esto mismo se explican los valores tan significativos de depreciaciones y amortizaciones, las cuales en consecuencia también se han incrementado durante el periodo, siendo en promedio el 40% del total del activo.



### Composición del Pasivo y Patrimonio Neto

En cuanto a la estructura de financiamiento de Target, observamos que en promedio el 67% es capital de terceros (Pasivos) y el 33% capital propio (Patrimonio neto). Esto significa que por cada \$100 que la empresa tiene en su poder, sólo \$33 corresponden a fondos propios.

Debe recordarse que el pasivo son las obligaciones que la empresa tiene con terceros, las cuales pueden ser exigidas judicialmente, en tanto que el patrimonio es un pasivo con los socios o dueños de la empresa y no tienen ese nivel de exigibilidad, por lo que cuando es de una magnitud tan relevante como en este caso, la empresa se ve obligada a tener una fuerte capacidad de pago para afrontar dichas obligaciones.



Es dable destacar que los pasivos corrientes ascienden a un 33,85% del activo, lo cual es superior a los activos corrientes, que representan un 32,22 %. Esto en general resulta riesgoso para las empresas, toda vez que puede significar que las deudas a corto plazo son mayores que los recursos de los que se dispone para cancelarlas.

No obstante, para empresas del comercio minorista como la nuestra esto suele ser un fenómeno común, por lo que no resulta tan preocupante. Debido a ello, observamos que el fondo de maniobra o capital circulante, que es aquella parte del activo corriente financiado con recursos a largo plazo, es negativo. Esta situación se repite en 3 de los 5 ejercicios analizados.

Con relación al capital social, el renglón de acciones comunes es su valor nominal, un valor por acción asignado de manera arbitraria, usando primariamente con fines contables.

El capital pagado en exceso representa el monto de ingresos por sobre el valor nominal provenientes de la venta de acciones comunes. Este valor aumentó considerablemente en el periodo analizado, siendo en este ejercicio de un 15%, es decir, 50% más que al comienzo del plazo temporal analizado, cuando era 10%.



De la mano del aumento en el capital pagado en exceso, viene dada una considerable caída en el porcentaje de ganancias retenidas, aquellas utilidades netas que la empresa decide no distribuir como dividendos entre sus accionistas. En el ejercicio cerrado en febrero de 2014 ascendían a un 28,28% del activo y actualmente son del 16,80%, es decir, se redujeron en casi un 41%.

Estas dos variaciones observadas en conjunto, es decir, el aumento en el capital pagado en exceso, y la disminución de las reservas de utilidades, podrían deberse a que la compañía decidiera declarar y distribuir dividendos en acciones, en lugar de en efectivo. Esto lleva a un cambio en la composición del capital contable, mediante la transferencia de una parte de las ganancias retenidas al capital pagado, sin provocar cambios en el valor del capital contable.

## ANÁLISIS DE RATIOS FINANCIEROS

Uno de los instrumentos más usados para realizar análisis financiero de empresas es el uso de ratios. Estos presentan una perspectiva amplia de la situación financiera, y se dividen en cuatro grandes categorías: ratios de liquidez, de gestión, de solvencia y de rentabilidad.

### RATIOS DE RENTABILIDAD

Representan el grado de generación de utilidades para los accionistas y la propia empresa.

**Tabla 6 - Ratios de Rentabilidad**

RENTABILIDAD	2017	2016	2015	2014	2013	Tendencia
Rentabilidad del PN (ROE) = Utilidad Neta / PN	<b>25,06%</b>	24,99%	25,96%	-11,69%	12,14%	Mejora
Rendimiento sobre inversiones (ROI) = EBIT / Activos	<b>11,06%</b>	13,28%	13,74%	11,01%	11,60%	Deterioro
Rendimiento sobre inversiones (ROA) = (UN + Interés) / Activos	<b>9,23%</b>	9,99%	9,86%	-1,83%	6,78%	Estable últimos 3 años

Fuente: Elaboración propia



El retorno sobre el patrimonio neto, o ROE por sus siglas en inglés, es uno de los factores básicos en determinar la tasa de crecimiento de las ganancias de una empresa. Maximizar esta ratio es el principal objetivo de cualquier firma ya que expresa el porcentaje de remuneración que puede ofrecerse a los capitales propios (representados por el patrimonio neto) mostrando el lucro que los accionistas están obteniendo por su inversión.

En el caso de Target, se observa que en el periodo los accionistas obtuvieron un rendimiento sobre su inversión del 25%. Este indicador fue casi la mitad en 2013, un 12%, llegando incluso a valores negativos en 2014, hasta un valor de -11%, lo que significa que en ese año los accionistas obtuvieron pérdidas por su inversión. Desde dicho quebranto, el valor de este indicador se recuperó fuertemente y se mantuvo bastante estable alrededor del 25%.

### Fórmula de Dupont

El ROE es fruto de la “Fórmula de Dupont”. El sistema Dupont combina los principales indicadores financieros a fin de medir la eficiencia en la utilización de los activos, capital de trabajo y el multiplicador de capital (Apalancamiento financiero). En principio, Dupont reúne el margen neto de utilidades, la rotación de activos totales de la empresa y de su apalancamiento.

Estas tres variables son las responsables del crecimiento económico de una empresa, la cual obtiene sus recursos o bien de un buen margen de utilidad en las ventas, o de un uso eficiente de sus activos fijos (lo que supone una buena rotación de estos), lo mismo que el efecto sobre la rentabilidad que tienen los costos financieros, por el uso de capital financiado para desarrollar sus operaciones.

Partiendo de la premisa que la rentabilidad de la empresa depende de factores como el margen de utilidad en ventas, la rotación de los activos y el apalancamiento financiero se puede entender que la fórmula Dupont identifica la manera como la empresa está obteniendo su rentabilidad, lo cual le permite determinar sus fortalezas y debilidades.

**Tabla 7 - Fórmula de Dupont**

$$\begin{array}{c}
 \text{ROE} = \text{Rentabilidad} \times \text{Rotación de Activos} \times \text{Apalancamiento} \\
 \downarrow \qquad \qquad \downarrow \qquad \qquad \downarrow \\
 \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos Totales}} \times \frac{\text{Activos Totales}}{\text{Patrimonio}}
 \end{array}$$



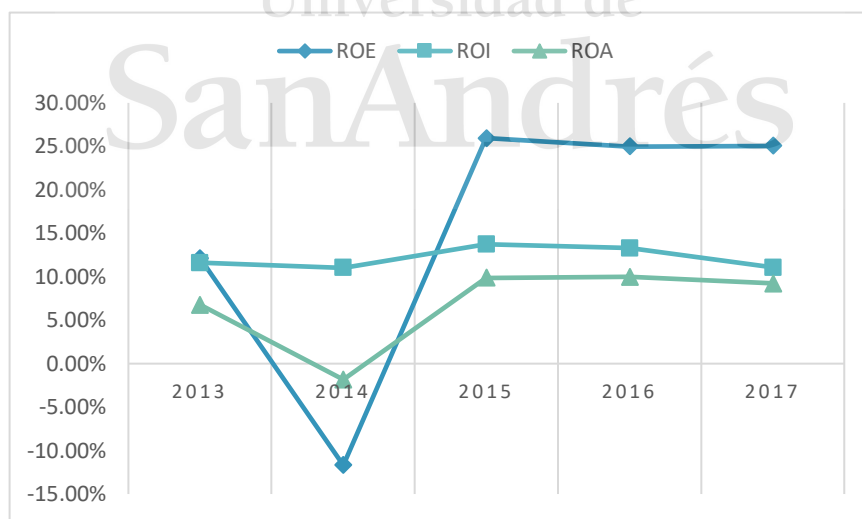
El retorno sobre inversiones (ROI por sus siglas en inglés), por otro lado, mide la capacidad efectiva de la firma para remunerar a todos los capitales puestos a su disposición sean propios (patrimonio neto) o ajenos (pasivos). Para ello, toma como referencia las ganancias generadas antes del pago de intereses e impuestos (EBIT).

El ROI resulta ser una medida más adecuada de rentabilidad, ya que muestra el retorno operativo de la empresa por cada dólar de capital invertido en ella, independientemente de la política financiera y fiscal de la compañía. En el caso de Target observamos que, por cada dólar invertido, se obtiene un 11% de rendimiento. Este número fue en disminución en este periodo, en comparación con los dos anteriores.

A su vez, tenemos un concepto muy parecido, pero sutilmente diferente, que es el retorno sobre activos (ROA). Este retorno se refiere al rendimiento de la inversión entendida como el conjunto de un todo y se calcula como el cociente entre el beneficio generado antes de intereses, pero después de impuestos y el valor total de esa inversión (total del activo). En nuestro ejercicio fiscal, el ROA asciende a un 9,23%, valor apenas inferior al presentado en los últimos dos años.

Podría decirse que el ROI analiza el rendimiento de la inversión sin considerar el costo fiscal, mientras que el ROA sí lo tiene en cuenta, toda vez que utiliza de base para su cálculo el beneficio luego del pago de impuestos.

**Ilustración 16– Ratios de rentabilidad**



Fuente: Elaboración propia

## RATIOS DE GESTIÓN O ACTIVIDAD

Muestran la eficiencia en el manejo de los recursos de la empresa, la efectividad en su gestión y administración del capital de trabajo, a partir de las decisiones y políticas tomadas sobre cobranzas, inventarios, entre otros.

**Tabla 8 - Ratios de gestión**

GESTION	2017	2016	2015	2014	2013	Tendencia
Rotación de activos totales = Ventas / Activo total	<b>1,84</b>	1,86	1,83	1,76	1,60	Mejora leve
Rotación de inventarios = CMV / Inventarios	<b>5,91</b>	5,91	6,07	6,19	6,04	Deterioro leve
Inventario en existencias = Inventarios / CMV * 365	<b>61,81</b>	61,71	60,09	58,95	60,38	Deterioro leve

Fuente: Elaboración propia

La rotación de activos es un indicador de productividad, dado que mide cuántos dólares genera cada dólar invertido en activo total. Es decir, este año la compañía generó \$1,84 por cada dólar invertido en activos. Este indicador ha mejorado en los años analizados, aunque muy levemente.

Por otro lado, la rotación de inventarios mide el número de veces que el inventario se convierte en ventas durante el año. En nuestro caso, observamos que en general el inventario se vende 6 veces en cada ejercicio. Este valor constituye un buen indicador sobre la calidad de la gestión de los abastecimientos, de la gestión del stock y de las prácticas de compra de una empresa.

Es difícil establecer una cifra “adecuada” respecto de la rotación de inventarios, ya que varía de un sector a otro: las empresas industriales suelen tener índices de rotación entre 4 y 5; las grandes tiendas procuran llegar a 8; y los hipermercados pueden llegar a 25 en algunos artículos del surtido de alimentación.

Por otro lado, la ratio de inventarios en existencias mide el número de días de inventarios disponibles para la venta. A menor número de días, mayor eficiencia en la administración de los inventarios.

## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO

Muestran la capacidad de pago de la empresa para cumplir con el total de sus obligaciones. No solo se habla de efectivo, si no también de todos los bienes y recursos disponibles. También representan la forma en que están financiados los activos.

**Tabla 9 - Ratios de Endeudamiento**

ENDEUDAMIENTO	2017	2016	2015	2014	2013	Tendencia
Endeudamiento = Pasivo total / activo total	<b>0,70</b>	0,71	0,68	0,66	0,64	Estable
Autonomía = Pasivo total / Patrimonio neto	<b>2,33</b>	2,42	2,11	1,94	1,74	Deterioro
Cobertura = EBIT / Intereses	<b>6,47</b>	4,95	9,11	5,14	4,93	Fluctuante

Fuente: Elaboración propia

La ratio de endeudamiento muestra por cada dólar invertido en activos, cuánto está financiado por terceros y qué garantía está presentando la empresa a los acreedores. En este caso, presenta un valor que casi no fluctúa durante los años analizados, en alrededor de un 68%. En el ejercicio en curso, por cada dólar de activos 0,70 centavos fueron aportados por terceros, lo cual es un valor bastante considerable y, por ende, un poco riesgoso.

La autonomía, por otro lado, mide el grado de compromiso del patrimonio de los asociados con respecto al de los acreedores, como también el grado de riesgo de cada una de las partes que financian las operaciones. En este caso, se observa que, por cada dólar de patrimonio, se poseen \$2,33 de capital de terceros en el presente ejercicio. A la vez, se destaca que este indicador ha ido deteriorándose durante el periodo analizado, dado que la proporción de pasivos con relación al capital propio es cada vez mayor.

Por último, la ratio de EBIT/intereses permite medir la capacidad de la empresa para afrontar pagos de intereses a partir de resultado operativo. Para el caso de nuestra empresa, vemos que, con la ganancia operativa del 2017, puede cubrir los intereses de deuda casi 6 veces y media.

## RATIOS DE LIQUIDEZ

Muestran la capacidad de la empresa para generar sus propios recursos (capital de trabajo), así como su capacidad de cumplir con sus obligaciones en el corto plazo (liquidez corriente). Aunque tengamos muchos bienes y recursos, si no tenemos facilidades para convertirlos en efectivo para pagar las obligaciones, no tendremos liquidez.

**Tabla 10 - Ratios de liquidez**

LIQUIDEZ	2017	2016	2015	2014	2013	Tendencia
Capital corriente = AC/PC	<b>0,95</b>	0,94	1,12	1,16	0,91	Deterioro
Prueba ácida = (AC-Inventarios) /PC	<b>0,30</b>	0,29	0,44	0,46	0,26	Deterioro

Fuente: Elaboración propia

Respecto del capital corriente, los tres años en donde el resultado es menor a uno indica relativos problemas de liquidez. Por ejemplo, para el ejercicio en curso en donde el resultado es 0,95, significa que por cada dólar de deuda que vence en menos de un año, la empresa cuenta en su activo corriente con tan sólo 0,95 centavos de dólar para pagarlo. No obstante, este tipo de valores suele ser normal en compañías como Target, situación que ya había sido mencionada al efectuar el análisis porcentual del Balance General, en párrafos precedentes.

Asimismo, la prueba ácida determina la capacidad de pago de la empresa sin la necesidad de realizar sus inventarios, por lo que solo tiene en cuenta la cartera, el efectivo y algunas inversiones. La razón para ello es porque se supone que la empresa no debería estar supeditada a la venta de sus inventarios para poder pagar sus deudas. En este caso, al restar los bienes de cambio la capacidad de pago de deudas de corto plazo de nuestra empresa se observa aún mucho más inferior. Si nuestra empresa no vende sus mercaderías resulta virtualmente imposible que pueda pagar sus pasivos corrientes.

## INFORMACIÓN FINANCIERA DESTACADA

El valor de las ventas en 2017 ascendió a \$71.879 millones, lo que significa un incremento de \$2.384 millones, o un 3,4%, respecto del 2016, debido a un aumento en las ventas de un 1,3%, una semana extra en el 2017, y el aporte de nuevas tiendas. La semana adicional contribuyó \$1.167 millones de ventas, o 1,7% de incremento con respecto a 2016.

La disminución en ventas de 2016 en comparación con 2015 refleja una disminución de aproximadamente \$ 3.815 millones debido a las transacciones de farmacia y una disminución de ventas comparable de 0,5%, parcialmente compensada por la contribución de nuevas tiendas. La inflación no afectó significativamente las ventas en ningún período.

Las ganancias de operaciones continuas antes de intereses e impuestos (EBIT por sus siglas en inglés) en 2017 disminuyeron en \$657 millones, o 13,2%, desde 2016 a \$4.312 millones. La Ganancia Neta aumentó en 2017 en \$259 millones o un 9,70% respecto de 2016. En cuanto al beneficio por acción (BPA) diluido, creció 16,16% en 2017 al pasar de 4,58 a 5,32.

El periodo fiscal 2017 (un año de 53 semanas) incluyó los siguientes elementos destacables:

- El beneficio por acción de las operaciones continuas fue de \$5,32, incluyendo beneficios relacionados con la Ley de Reducción de Impuestos y Empleos (the Tax Act).<sup>12</sup>

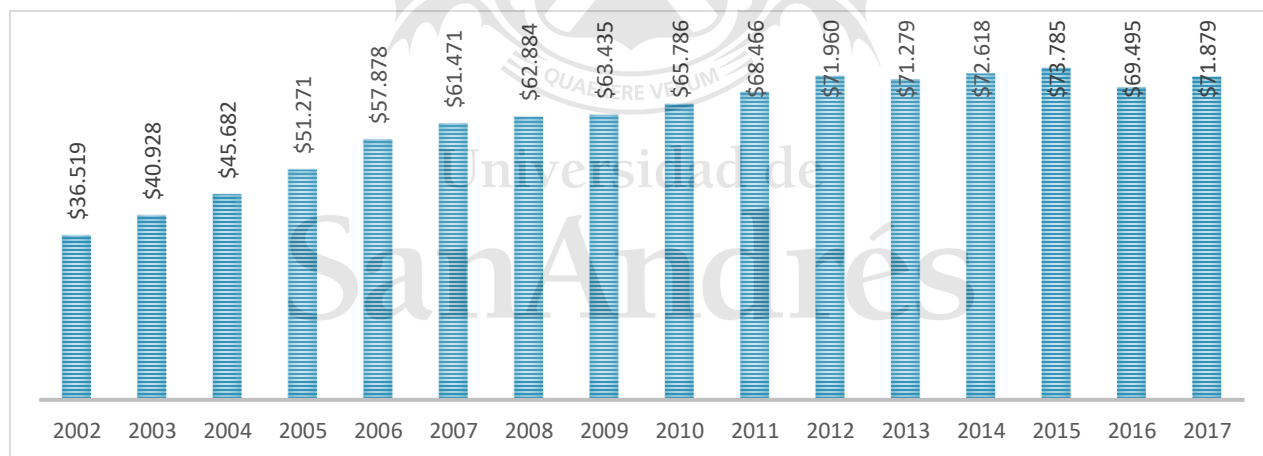
---

<sup>12</sup> Ley de ingresos introducida en Noviembre de 2017 en los Estados Unidos, que enmendó el Código de Rentas Internas de 1986. Los principales elementos de los cambios incluyen la reducción de las tasas impositivas para las empresas e individuos; una simplificación de impuestos

- Ganancias ajustadas por acción fueron de \$4,71, lo que excluye los beneficios relacionados con el Tax Act.
- Las ventas comparables se incrementaron en 1,3 %, gracias a un incremento del 1,6% en el tráfico.
- El crecimiento de las ventas comparables a través de canales digitales en un 27% contribuyó con 1,2 puntos porcentuales de crecimiento comparable en las ventas.
- La compañía devolvió \$2,4 mil millones a los accionistas mediante la distribución de dividendos y recompra de acciones.
- La compañía hizo diversas inversiones para mejorar y expandir su capacidad de entrega. Como lo mas notable, se destaca la compra de Shipt, una compañía online de entrega en de productos en un día, por aproximadamente \$550 millones.

A los fines de conocer el desempeño histórico de la compañía, observaremos en las siguientes ilustraciones la información relativa a las ventas, EBIT, Ganancia Neta y BPA (Beneficio Por Acción) diluido para el periodo 2002 a 2017.

**Ilustración 17 - Monto de ventas (en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia

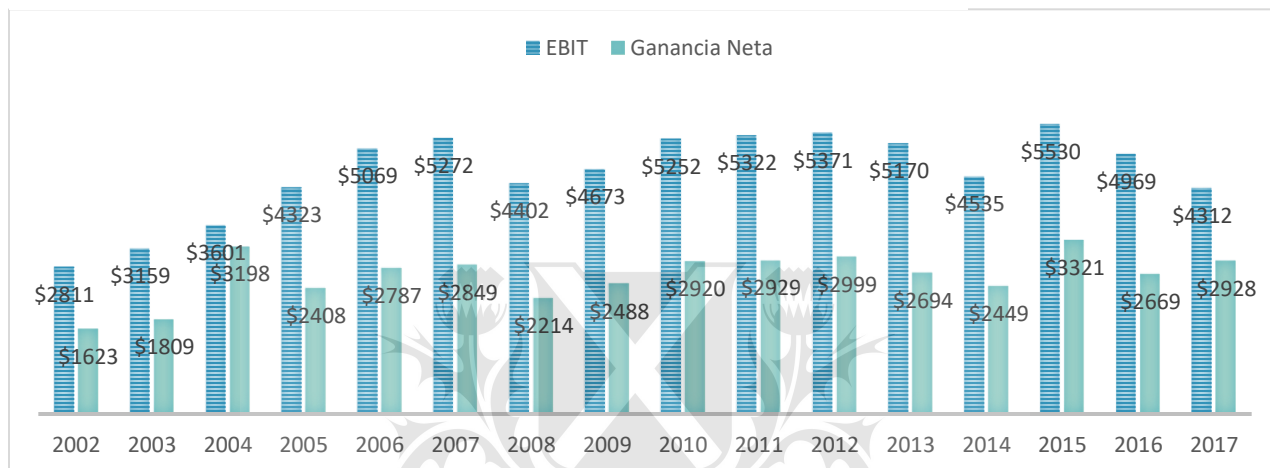
Se observa que del año 2002 a 2017 el valor de las ventas se ha duplicado. El monto de ventas ha crecido sostenidamente, a excepción de los años 2013 donde prácticamente se mantuvo constante; y 2016, donde disminuyó en un 5,81%, para luego volver a crecer en 2017.

---

personales al aumentar la deducción estándar y los créditos tributarios familiares; limitar las deducciones para impuestos a la renta estatales y locales e impuestos a la propiedad; limitar aún más la deducción de intereses hipotecarios; entre otros.

En cuanto al resultado operativo (EBIT) vemos en la siguiente ilustración que aumentó sostenidamente de 2002 a 2007, para luego decaer en 2008, seguramente a causa de la crisis económica de ese año. De allí en adelante, ha experimentado movimientos oscilantes, creciendo y decreciendo constantemente, hasta llegar a un valor de 4.312 millones de dólares en 2017, siendo éste el monto más bajo registrado en los últimos 10 años.

### Ilustración 18 – EBIT y Ganancia Neta (en millones de dólares)



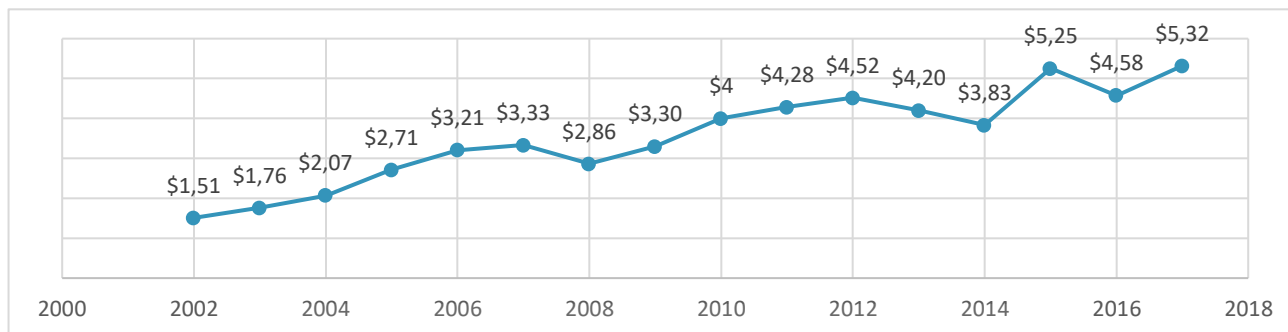
Fuente: Elaboración propia

El EBIT se obtiene a partir del Estado de Resultados, y suele ser útil como medida de los beneficios económicos generados por la firma a partir de sus operaciones y durante un periodo. El EBIT prescinde de los aspectos financieros y tributarios, pero no de los gastos contables que no implican pagos efectivos de dinero (tales como la depreciación de activos fijos y la amortización de activos intangibles), los que se incluyen en los costos de explotación

Por otro lado, la ganancia neta muestra el total de ingresos de una compañía después de restar todos sus gastos de las ventas totales y otras ganancias por un período determinado. Observamos que presenta un comportamiento similar a la ganancia operativa.

En cuanto al Beneficio Por Acción (BPA) diluido, que se observa en el siguiente gráfico, es la porción del beneficio de una empresa que corresponde a cada una de las acciones, El BPA diluido se utiliza para evaluar el rendimiento de una empresa si se ejercen los activos dilutivos.

**Ilustración 19 - BPA diluido**



Fuente: Elaboración propia

Los activos dilutivos son aquellos que aumentan el número de acciones totales de una empresa si se ejecutan y convierten en acciones comunes, disminuyendo el BPA. Además, se deben sumar los dividendos de las nuevas convertibles y los intereses de la deuda que se deja de pagar al convertirse en acciones.

Para Target, este indicador ha ido en tendencia creciente desde el año 2002, a pesar de algunos puntos en baja en los años 2008, 2014 y 2016, llegando a su valor máximo de \$5,32 en 2017, como se puede apreciar en la ilustración 19.

## VALUACIÓN POR EL MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

### INTRODUCCIÓN AL MÉTODO DCF

El método de Flujos de Caja Descontados (DCF por sus siglas en inglés) es un sistema utilizado para valuar una compañía como un todo, o un proyecto en específico. Está basado en el concepto de que todo activo posee un valor intrínseco que puede ser estimado en base a la generación de fondos en el futuro, el crecimiento esperado y el riesgo.

Para ello, en la valuación por DCF se determina el valor actual de los flujos de fondos futuros descontándolos a una tasa que refleja el costo de capital aportado. Esto es así dado que los flujos de fondos en diferentes períodos no pueden compararse directamente entre sí, atento que resulta diferente contar con una cantidad de dinero ahora, que en el futuro.

Para la estimación de este modelo necesitaremos estimar los siguientes elementos:

- La vida del activo
- La generación de caja durante la vida del activo
- La tasa de descuento, para calcular el valor presente de los flujos de caja
- El valor terminal



Si se aplica de manera correcta, es el modelo más apropiado para obtener una valuación en términos absolutos (valor intrínseco), puesto que ayuda a entender las características subyacentes de la empresa, permite identificar sus “drivers” de valor y enfrenta al analista con las hipótesis que deben materializarse para justificar el precio a pagar por un activo.

Como desventajas, este sistema requiere estimar muchas más variables que otros métodos de valuación. Asimismo, los inputs son difíciles de estimar, y pueden ser manipulados subjetivamente por el analista, para buscar llegar a una conclusión preconcebida. De igual modo, pequeños cambios en algunas de las variables (tasa de crecimiento, tasa de descuento, etc.) puede llegar a producir grandes variaciones en la valuación del activo.

A pesar de algunas desventajas, la utilización del DCF nos resultará de mucha utilidad para analizar la compañía, entender su operatoria y las variables de valor que la afectan. Para nuestra valuación, en los apartados siguientes proyectaremos los flujos de fondos futuros para un período de 5 años, para luego proyectar el valor terminal que reflejará el valor los flujos futuros perpetuos que percibirá la empresa suponiendo su continuidad en el futuro.

A tales fines, procederemos a presentar tres posibles escenarios: base, optimista y pesimista, en virtud de cómo el crecimiento de la firma se puede llegar a ver afectado a partir de cambios en sus principales variables. Esto se debe a que uno de los factores que más afecta la toma de decisiones, la definición de estrategias y los planes de acción, es la incertidumbre. Para tratar de disminuir el riesgo es precisamente que se plantean los diferentes escenarios posibles, tomando en cuenta los factores del entorno más sobresalientes que pueden interactuar e influir sobre nuestra compañía.

## FACTORES QUE INFLUYEN EN LAS VENTAS. ESTRATEGIAS CORPORATIVAS

Ahora bien, a fines de conocer las posibles variables que podrían afectar la proyección de ventas futuras, es menester analizar la coyuntura macroeconómica, así como los factores intrínsecos a la empresa que impactan en las ventas.



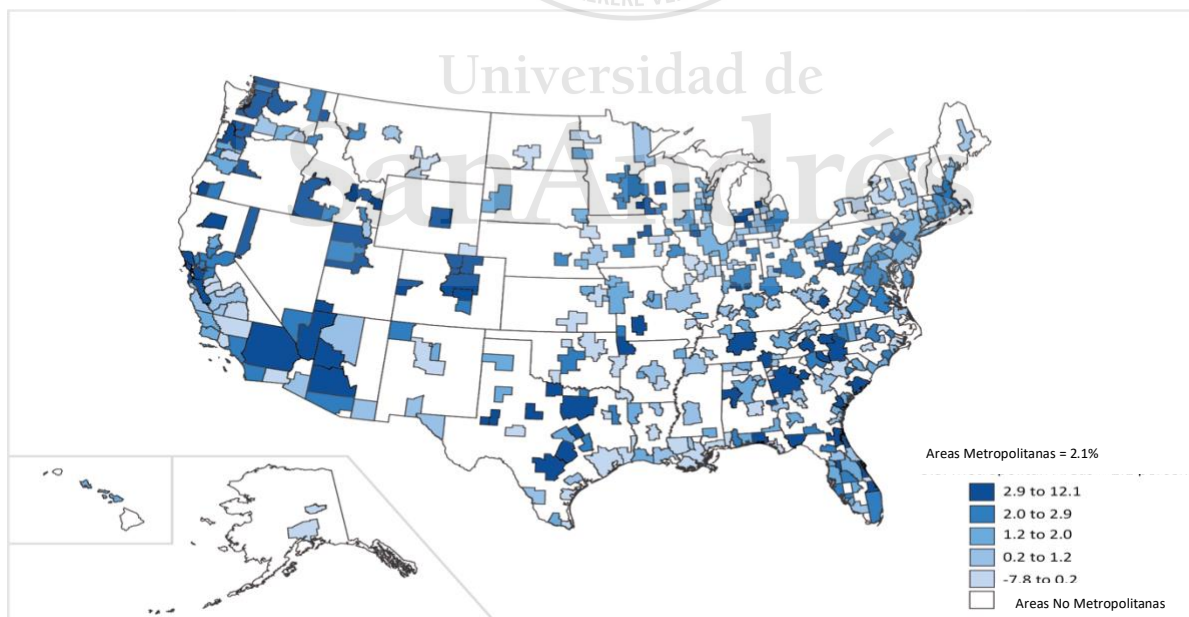
## LA ECONOMÍA AMERICANA

Un elemento relevante en la proyección de ventas futuras es que la economía americana se está volcando nuevamente a un entorno de consumo muy fuerte. El aumento de los salarios, la reducción del desempleo y los recortes de impuestos contribuyen considerablemente a poner más dinero en los bolsillos de los consumidores, incentivando así las compras.

La perspectiva económica de Estados Unidos es saludable según los indicadores económicos clave. El indicador más crítico es el producto interno bruto, que mide la producción de la nación. Se espera que la tasa de crecimiento del PIB se mantenga entre el rango ideal del 2% al 3%. Se prevé que el desempleo continuará a la tasa natural. No hay demasiada inflación o deflación.

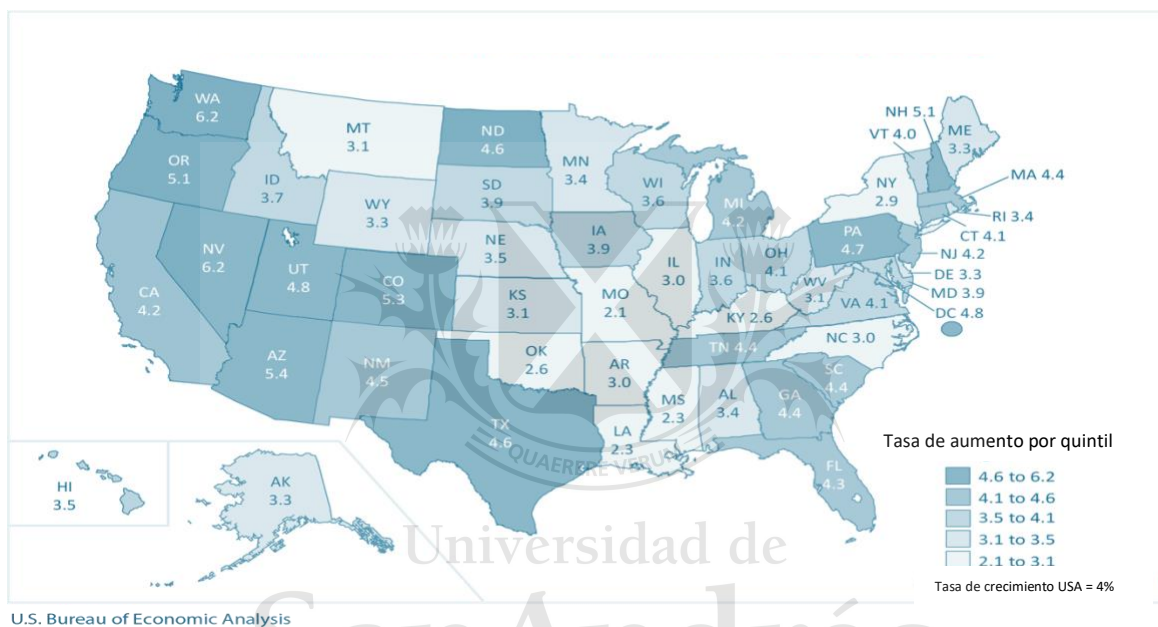
El producto interno bruto (PIB) real aumentó en 312 de las 383 áreas metropolitanas en 2017, como se evidencia en la ilustración 20. El cambio porcentual en el PIB real por área metropolitana varió de 12,1% en Odessa, TX a -7,8% en Enid, OK. El PIB real para las áreas metropolitanas de EE. UU. Aumentó 2,1% en 2017, liderado por el crecimiento en servicios profesionales y de negocios; comercio al por mayor y al por menor; y finanzas, seguros, bienes inmuebles, alquileres y arrendamientos.

**Ilustración 20: Aumento del PBI en USA por área metropolitana, 2017**



La ilustración 21 muestra que el ingreso personal por Estado aumentó 4% a una tasa anual en el tercer trimestre de 2018, una aceleración del aumento de 3,4% en el segundo trimestre, según las estimaciones publicadas por la Oficina de Análisis Económico. Los ingresos personales aumentaron en todos los estados y en el Distrito de Columbia. El porcentaje de cambio en el ingreso personal en todos los estados varió desde el 6,2% en Nevada y Washington hasta el 2,1% en Missouri.

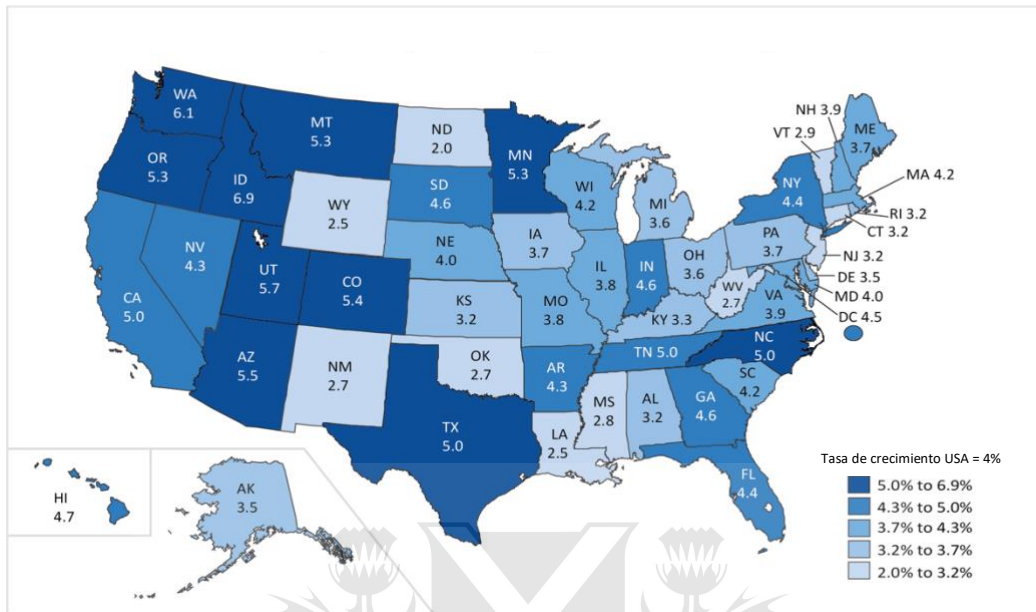
**Ilustración 21: Incremento del Ingreso Personal por Estado, 2T 2018-3T 2018**



En igual sentido, los gastos estatales en consumo personal (PCE) aumentaron en promedio 4,3% en 2017, una aceleración del incremento de 3,8% en 2016, según las estadísticas publicadas por la Oficina de Análisis Económico. El cambio porcentual en PCE en todos los estados varió de 6,9% en Idaho a 2,0% en Dakota del Norte.

Después de Idaho, los estados con el crecimiento más rápido en PCE fueron Washington, Utah y Arizona. Idaho y Utah también se encontraban entre los estados de más rápido crecimiento en 2016. Después de Dakota del Norte, los estados con el crecimiento de PCE más lento fueron Wyoming, Luisiana y Oklahoma. Esto puede observarse en la siguiente ilustración.

### Ilustración 22: Aumento gastos para consumo personal por Estado, 2016-2017



U.S. Bureau of Economic Analysis

### LA INDUSTRIA

Las ventas minoristas de EE. UU. se encontraban en un nivel actual de 4529 millones de dólares en noviembre de 2018 frente a los 4515 millones de octubre. Esto representa una tasa de crecimiento anualizado mensual de 3,92%, en comparación con una tasa de crecimiento anualizada promedio a largo plazo de 4,26%.

### Ilustración 23: Ventas del comercio minorista en EE.UU.



Fuente: YCHARTS

Las proyecciones indicaban que el 2018 sería un buen año para el comercio minorista. Las ventas, excluyendo la gasolina y los autos, aumentaron 4,9%, mejor que el ritmo de 4,2% de 2017, y las mejores desde 2011. Las ventas de materiales de construcción avanzan a una tasa más sostenible de 3,7%, en comparación con un 8,2% en 2017. Las ventas los demás productos aumentaron un 4,8% en 2018, un aumento respecto al 3,9% de 2017 y la mejor ganancia en siete años.

El comercio electrónico tendrá otro año excepcional, con un salto del 15%, mientras que las ventas en la tienda deberían funcionar al 3,4%, su mejor desempeño desde 2014. Después de varios años de fuerte crecimiento, las ventas de autos parecen estar en su punto máximo y terminarán el año hasta el 2,6%. El impulso del reemplazo de autos dañados por huracanes probablemente ha terminado. Se espera que las ventas minoristas en 2019 se desaceleren un poco, pero se expandan al menos un 4%.

Por el lado de la compañía, según el pronóstico anual de ganancias 2017 se esperaba para todo el 2018 una mayor demanda de productos para el hogar, juguetes y aparatos electrónicos, lo cual hasta el tercer trimestre de 2018 había superado las expectativas.

Además, se esperaba que la desaparición de competidores más débiles a principios de 2018, incluidos Toys 'R' Us Inc y el operador de tiendas por departamento Bon Ton Store Inc, ayude a generar mayores ventas a la compañía.

---

## LA COMPAÑÍA: ESTRATEGIAS DE VENTA

La compañía planea invertir fuertemente en sus operaciones online, aumentar su línea de marcas internas, desplegar tiendas más pequeñas, remodelar las tiendas existentes, revisar la cadena de suministro, y crear nuevos canales de entrega de productos, entre otras medidas.

### ➤ **Ventas digitales**

La compañía anunció en el último trimestre de 2017 nuevas asociaciones innovadoras con Google y Pinterest, que buscarán continuar expandiendo el alcance digital de la marca. Se observó un aumento significativo en el porcentaje de ventas a precio regular, lo que refleja el beneficio del trabajo para comunicar el valor de forma más clara y brindar a los huéspedes la confianza de que el surtido Target tiene un precio justo a diario.

### ➤ **Desarrollo de marcas propias**

La empresa lanzó cuatro nuevas marcas propias en sus categorías de hogar y vestimenta, y todo ha tenido un gran comienzo. También han anunciado una nueva asociación de diseñadores con Chip y Joanna Gaines llamada Hearth and Hand with Magnolia.

➤ **Inversión en mejoras y apertura de tiendas**

La compañía remodeló 37 tiendas en el tercer trimestre de 2017, en pos del plan para transformar 110 tiendas en 2017, y abrieron 12 nuevas tiendas en una sola semana en octubre. Estas tiendas se encuentran ubicadas en diversos vecindarios de todo el país, desde la nueva ubicación Herald Square en la ciudad de Nueva York, hasta la ubicación más nueva en Honolulu.

Más allá de los retornos financieros directos que se vieron en estas inversiones, los huéspedes continuaron confirmando tanto a través de sus comentarios y sus decisiones de compra que dichas inversiones son productivas.

Para 2018, Target estimaba triplicar el tamaño de su programa de remodelación, actualizar más de 300 tiendas en todo el país, abrir 30 nuevas tiendas de formato reducido, y realizar importantes inversiones en ciudades clave.

➤ **Contratación de nuevos empleados**

A principios de septiembre de 2017, la compañía informó la intención de contratar 100.000 miembros adicionales del equipo para la temporada de vacaciones pico, frente a las 70.000 de hace un año. Y más tarde ese mes, se anunció que se aumentaría el salario mínimo nacionalmente a \$11 por hora en octubre, para respaldar el compromiso de elevar el mínimo nacional a \$15 por hora para fines de 2020.

➤ **Nuevas inversiones**

En febrero 2017, la empresa presentó un plan detallado para acelerar las inversiones en el negocio que posicionaran mejor a Target para el éxito continuo en un entorno que cambia rápidamente.

El plan incluyó Invertir en capital \$3.500 millones en 2018, específicamente en su cadena de suministro, entrega en línea, marcas propias y la fusión de compras en línea y en la tienda. La empresa tiene la intención de reinvertir más de \$7.000 millones hasta 2020.

La inversión busca acelerar el progreso en apoyo de varias iniciativas clave, que incluyen: combinar las experiencias de compra física y digital de Target; reinventar las tiendas existentes y el modelo laboral para operarlas; desplegar nuevas opciones de cumplimiento para mejorar la comodidad para los huéspedes; abrir nuevas tiendas de formato pequeño en barrios densos urbanos, suburbanos y universitarios; y reinventando la variedad de marcas exclusivas para diferenciar aún más a Target de todos los demás en el comercio minorista.

Además de este compromiso de capital, se presentó una inversión de \$ 1.000 millones de margen operativo en 2017. Este compromiso le ha permitido a la empresa avanzar rápidamente, invertir en el equipo y restablecer su posicionamiento de valor en el mercado.

➤ **Nuevos canales de distribución**

- Envío gratuito de dos días ahora estará disponible en cientos de miles de artículos en Target.com, gracias a la adquisición de la compañía Shipt.
- 'Drive Up', un servicio a través de la aplicación Target que permite a los huéspedes hacer que sus pedidos en línea lleguen a sus autos por un miembro del equipo de la tienda, se expandirá de 50 a casi 1.000 tiendas en todo el país para fines de 2018,
- El servicio de Target que entrega las compras en la tienda de los huéspedes más tarde el mismo día por una tarifa fija, que actualmente se ofrece en cuatro tiendas de la Ciudad de Nueva York, se expandirá en 2018 a los cinco condados de Nueva York y a algunas tiendas urbanas de Boston, Chicago, San Francisco y Washington DC,

**Ilustración 24: Estrategias de venta**



Fuente: Elaboración propia

A fines de 2017 la empresa anunciaba que, para 2018, esperaba un aumento bajo, de un solo dígito en ventas comparables, y tanto los EPS de las operaciones continuas como los EPS ajustados de \$5,15 a \$5,45.

Luego, en agosto de 2018, Target anunciaba sus ganancias para el segundo trimestre 2018. Se observó un crecimiento sin precedentes del tráfico de 6,4% que es, por mucho, el más fuerte desde que la empresa comenzó a reportar el tráfico en 2008. Las ventas en tiendas comparables crecieron 4,9% y las ventas digitales comparables crecieron un 41%, además del 32% de crecimiento del año anterior.

El BPA (Ganancia por acción o EPS por sus siglas en inglés) de operaciones continuas fueron de \$1,49, un 22,7% más que el año pasado. El BPA ajustado fue de \$1,47, un 19,8% más que el año pasado.

Para la mitad posterior de 2018, la Compañía elevó su perspectiva tanto para ventas comparables como para BPA. El punto medio del rango de orientación de EPS del tercer trimestre de Target de \$1,00 a \$1,20 representa un crecimiento de más del 20% en comparación con el año pasado.

## PROYECTANDO LAS VENTAS FUTURAS

A fines de determinar los fundamentos de las proyecciones de las variables que influirán en nuestras ventas, se han tomado en consideración los siguientes elementos:

- El comportamiento pasado de las variables clave
- La opinión de especialistas y analistas en relación a nuestra compañía
- Las declaraciones y estimaciones de la misma compañía que se encuentran contenidas en los formularios presentados por la empresa ante la SEC en los EEUU, en las conferencias telefónicas con analistas, presentaciones ante inversores, etc.

## VARIABLES QUE DETERMINARÁN LAS VENTAS FUTURAS

Para realizar la proyección de las ventas, utilizaremos como referencia el comportamiento de las siguientes variables:

### **A. Crecimiento: Apertura de nuevos locales de formato reducido**

Target es una empresa cuyo momento de expansión geográfica agresiva ya ha pasado. No obstante, se espera que la empresa siga creciendo en los años próximos, acercándose lentamente a los niveles de crecimiento de la industria.

Si bien la cantidad de tiendas nuevas abiertas ha ido disminuyendo progresivamente, la empresa no ha dejado de abrir nuevos locales, esta vez con un nuevo formato de tamaño reducido abiertas en entornos urbanos densos y cerca de campus universitarios en todo el país, y con nuevos centros de entrega de productos; a efectos de adecuarse a los nuevos tiempos que corren.

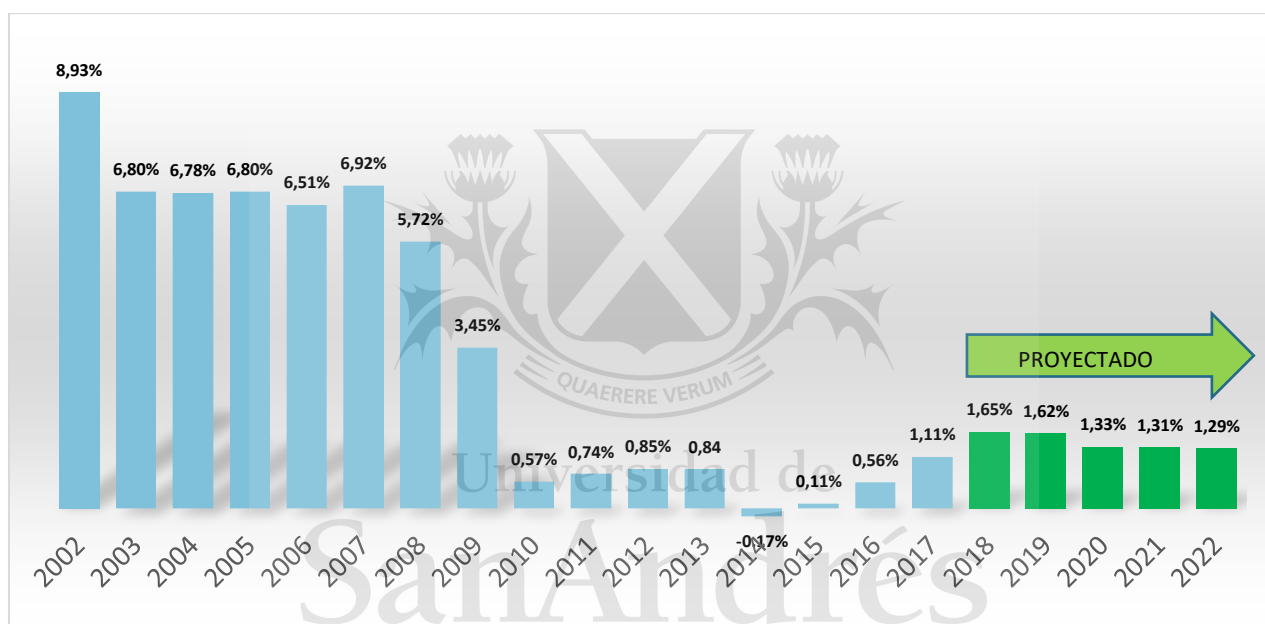


La compañía se refiere a estas tiendas como pequeñas debido a sus pies cuadrados, pero en realidad superan su peso debido a su alta productividad de ventas. Esto permite que estas ubicaciones ofrezcan rendimientos financieros sólidos mientras que Target permite llegar a segmentos que no pudieron atender en el pasado.

En base a las estimaciones efectuadas por la propia compañía se esperan:

- Apertura de 30 locales anuales en 2018 y 2019
- Apertura de 25 locales anuales para el periodo 2020-2022

### Ilustración 25: Apertura de nuevas tiendas



Fuente: Elaboración propia

### B. Productividad: Incremento del indicador Same-Store Sales.

El indicador de ventas comparables, ventas de las mismas tiendas o Same Store Sales (SSS) en inglés, se refiere a la diferencia en los ingresos generados por los puntos de venta existentes de una cadena minorista durante un período determinado, en comparación con un período idéntico en el pasado, generalmente en el año anterior. Permiten comparar rendimiento, a efectos de determinar qué parte de los ingresos por ventas son producto del crecimiento real y que parte corresponde a la apertura de nuevas tiendas.

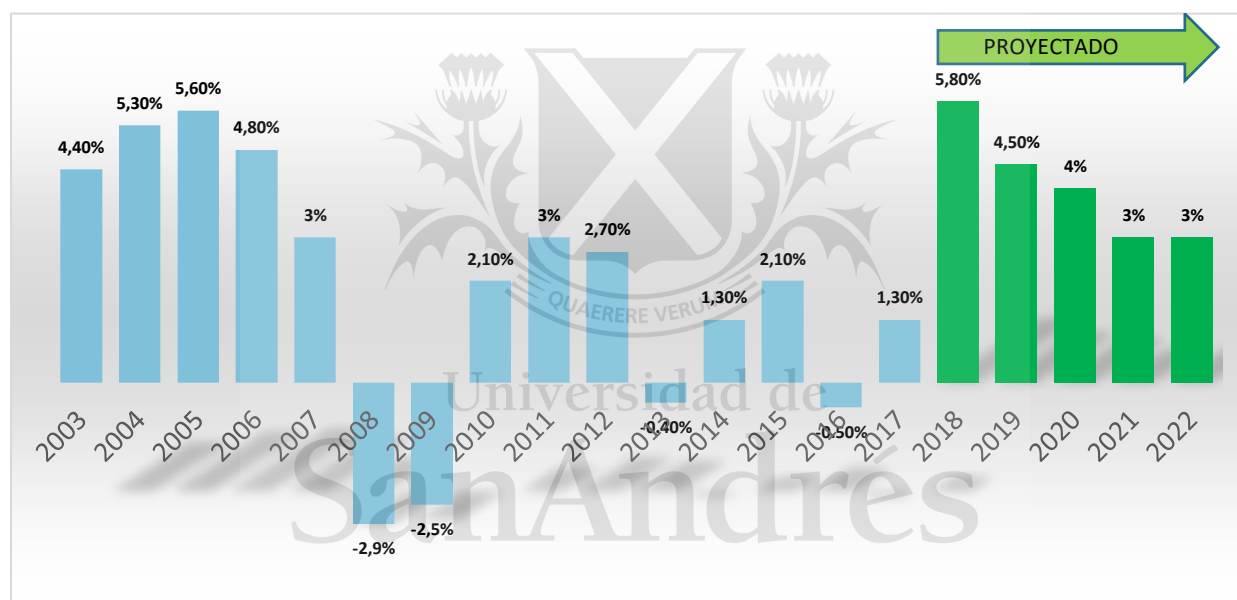


Las ventas comparables incluyen todas las ventas, excepto las de tiendas con antigüedad menor de 13 meses, las adquisiciones digitales que la compañía ha tenido en menos de 13 meses, las tiendas que se han cerrado y las adquisiciones digitales que ya no operan.

La empresa anunció:

- Un gran crecimiento del 5,8% en este indicador para el 2018 y espera verificar un crecimiento bastante más moderado para el 2019, cercano al 4,5%.
- Para el periodo 2020-2022 en base a las estimaciones efectuadas por analistas y la información histórica, consideramos un crecimiento anual del indicador SSS del 4% para el 2020, y luego del 3%.

**Ilustración 26: Indicador Same Store Sales (Ventas comparables)**



Fuente: Elaboración propia

### C. Variables Económicas: Variación del PBI nominal.

El desempeño de la compañía también se ve afectado por el nivel de actividad de la economía norteamericana. Cuando mayor es el grado de actividad y, por ende, mayor el Producto Bruto Interno americano, mejor será la performance de nuestra empresa.

A fines de determinar la proporción en la que el crecimiento de la actividad económica repercute en las ventas de nuestra empresa, calculamos un regresor con intercepto cero en base a las

ventas de Target para el periodo 2003-2017, tomando el PBI como variable explicativa, y las ventas totales de la empresa como variable explicada.

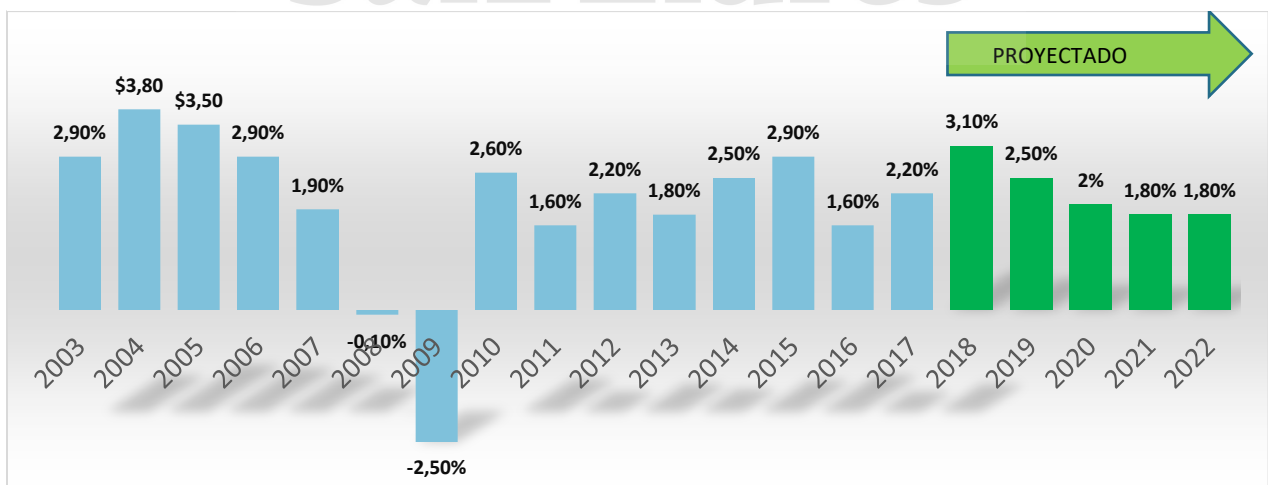
**Tabla 11: Correlación crecimiento PBI y aumento ventas**

Año	Variación ventas	Variación PBI
2003	12,07%	2,90%
2004	11,62%	3,80%
2005	12,23%	3,50%
2006	12,89%	2,90%
2007	6,21%	1,90%
2008	2,30%	-0,10%
2009	0,88%	-2,50%
2010	3,71%	2,60%
2011	4,07%	1,60%
2012	5,10%	2,20%
2013	-0,95%	1,80%
2014	1,88%	2,50%
2015	1,61%	2,90%
2016	-5,81%	1,60%
2017	3,43%	2,20%
Correlación		<b>0,5197</b>
R2		<b>0,27</b>

Fuente: Elaboración propia

El coeficiente de correlación 0,5197 nos indica que existe una correlación positiva entre el PBI y las ventas de la empresa. A su vez, el R2 de 0,27 nos determina que las variaciones del PBI nominal sólo explican un 27% de la variación de las ventas totales.

**Ilustración 27: Crecimiento PBI**



Fuente: Elaboración propia

Para proyectar las ventas futuras de nuestra empresa utilizaremos las tres variables relevantes detalladas anteriormente: crecimiento (medido a través de la apertura de nuevos locales), productividad (representado por el aumento del indicador de ventas comparables o SSS) y aumento de la actividad económica (PBI americano).

Usaremos una ponderación del 73% para los incrementos de ventas de la empresa dados las dos primeras variables, y el 27% restante será explicado por el crecimiento del PBI de USA durante el periodo proyectado, valor que se obtiene de las estimaciones de la FED<sup>13</sup>.

**Tabla 12: Cálculo de la tasa de crecimiento de las ventas futuras**

Año	Variables endógenas			Variables exógenas		Crecimiento ventas	
	Nuevas tiendas (A)	Same Store Sales (B)	Total (A+B)	Total ponderado (A+B) * 73%	PBI (C)		PBI ponderado (C * 27%)
2018	1,65%	5,8%	7,45%	5,44%	3,10%	0,84%	6,27%
2019	1,62%	4,5%	6,12%	4,47%	2,50%	0,68%	5,14%
2020	1,33%	4,0%	5,33%	3,89%	2,00%	0,54%	4,43%
2021	1,31%	3,0%	4,31%	3,15%	1,80%	0,49%	3,63%
2022	1,29%	3,0%	4,29%	3,13%	1,80%	0,49%	3,62%

Fuente: Elaboración propia

## PARTICIPACIÓN DE LAS VENTAS DIGITALES

Por último, antes de proyectar el valor monetario de nuestras ventas totales para los próximos años, debemos estimar qué proporción corresponderá a ventas por canales digitales y cuál a ventas en tiendas físicas.

En relación a la participación de las ventas digitales, se puede observar en la tabla siguiente que ha ido en aumento constante en los últimos años.

**Tabla 13: Participación ventas digitales en los últimos cinco años**

Ventas	2013	2014	2015	2016	2017
En tiendas	98,00%	97,40%	96,60%	95,60%	94,50%
Digitales	2,00%	2,60%	3,40%	4,40%	5,50%

Fuente: Elaboración propia

<sup>13</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtabl20180926.htm>

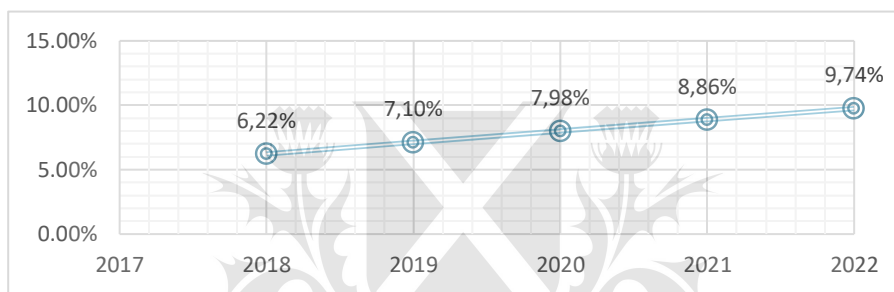
Analizando la serie temporal expuesta en el cuadro precedente, podemos esperar que la participación de las ventas digitales respecto de las ventas totales siga creciendo en los próximos cinco años, al siguiente ritmo.

**Tabla 14: Proyección de participación de las ventas por canal digital**

Participación canal digital	2018	2019	2020	2021	2022
	6,22%	7,10%	7,98%	8,86%	9,74%

Fuente: Elaboración propia

**Ilustración 28: Proyección de participación de ventas digitales en las ventas totales**



Fuente: Elaboración propia

### PRONÓSTICO DE CRECIMIENTO EN VENTAS TOTALES

Ahora sí tenemos todos los elementos necesarios para el valor de nuestras futuras ventas. En la tabla a continuación, se puede observar los montos de las ventas proyectadas (en millones de dólares) y desagregadas según el canal: venta digital o venta en tienda física.

**Tabla 15: Proyección de ventas futuras (en millones de dólares)**

	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas totales (en millones)	\$76.387,95	\$80.316,21	\$83.873,98	\$86.921,13	\$90.068,21
Ventas digitales	\$4.751,33	\$5.702,45	\$6.693,14	\$7.701,21	\$8.772,64
Ventas en tiendas	\$71.636,62	\$74.613,76	\$77.180,84	\$79.219,91	\$81.295,56

Fuente: Elaboración propia

El pronóstico efectuado resulta una proyección optimista, pero consistente con el nuevo impulso en el consumo generado por el gran crecimiento de la economía americana del último año, sumado a los resultados tan positivos informados por la propia compañía al reportar sus ganancias hasta el segundo trimestre de 2018.

Respecto al desglose de las ventas entre aquellas realizadas en tiendas físicas y aquellas por medio de canales digitales, se proyecta que las primeras continúen representando la mayor fuente de ingresos para la compañía. No obstante, las ventas online seguirán creciendo a un ritmo constante en los próximos años.

Esto va en línea con el enfoque que la compañía está aplicando, de incrementar su participación en el e-commerce para, así, lograr posicionarse competitivamente en la nueva era del consumo digital.

## MÁRGENES OPERATIVOS

La ratio de margen operativo ha presentado valores relativamente estables en nuestra compañía, variando entre el 6% y el 7% en los últimos 10 periodos fiscales, como se puede observar en la siguiente tabla.

**Tabla 16: Márgenes operativos**

Período	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT/Ventas	6,50%	6,90%	7,00%	7,00%	7,00%	7,25%	6,25%	7,49%	7,15%	6,00%
Promedio	6,85%									

Fuente: Elaboración propia

Recordemos que esta ratio analiza la capacidad que tiene la empresa de producir ganancias antes de impuestos, intereses o gastos extraordinarios, pero teniendo en cuenta todos los costos del negocio y no sólo los directos, como hace la ratio de rentabilidad sobre ventas.

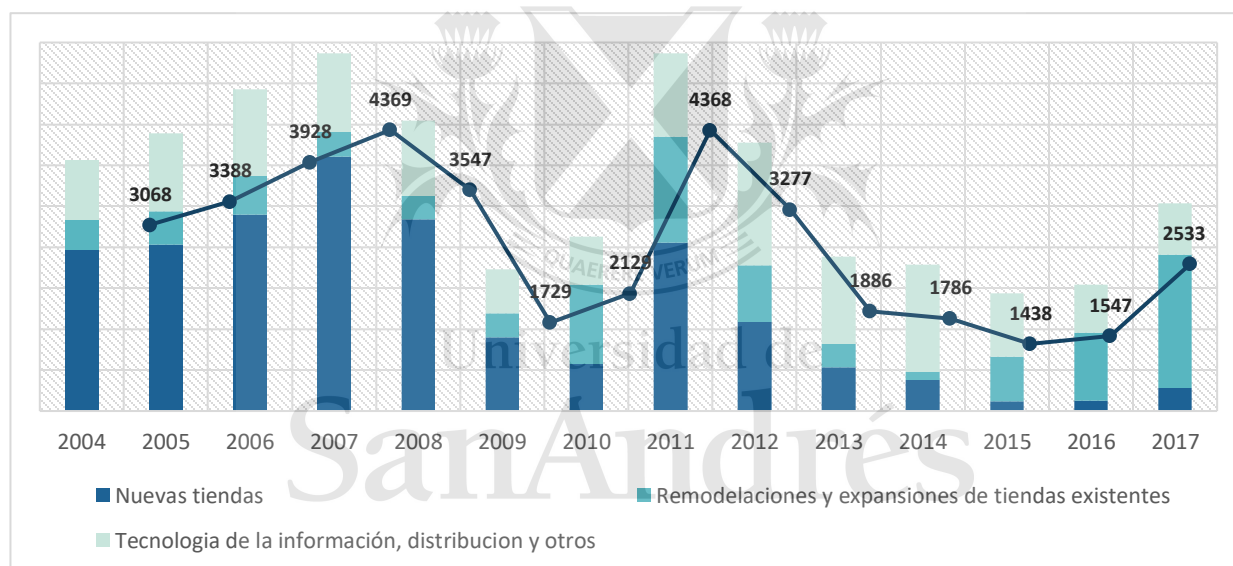
Esta estabilidad, acompañada de un crecimiento sostenido de la economía americana como se proyecta, hace que podamos tomar como estimación de los futuros márgenes operativos el valor promedio que ha experimentado en los últimos 10 años, equivalente a 6,85%.

## GASTOS DE CAPITAL (CAPEX)

Los gastos de capital o Capex por sus siglas en ingles (Capital Expenditure) representan el dinero invertido por la compañía en adquirir, mantener o mejorar los activos fijos como edificios, equipamiento y tecnología.

El gráfico expuesto a continuación muestra los montos totales (en millones de dólares) y la evolución que han tenido los gastos de capital en el periodo que va desde 2004 a 2017. Se puede observar, además, que los tres principales tipos de activos fijos en los que ha invertido Target Corporation es la creación de nuevas tiendas, la remodelación o expansión de tiendas ya existentes, así como en tecnologías de la información.

**Ilustración 29: CAPEX total 2004 a 2017 (en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia

Los gastos en capital aumentaron en 2017 en comparación con el año anterior debido, principalmente, a una mayor inversión en las tiendas ya existentes, dado que se decidió acelerar el actual programa de remodelación de locales.

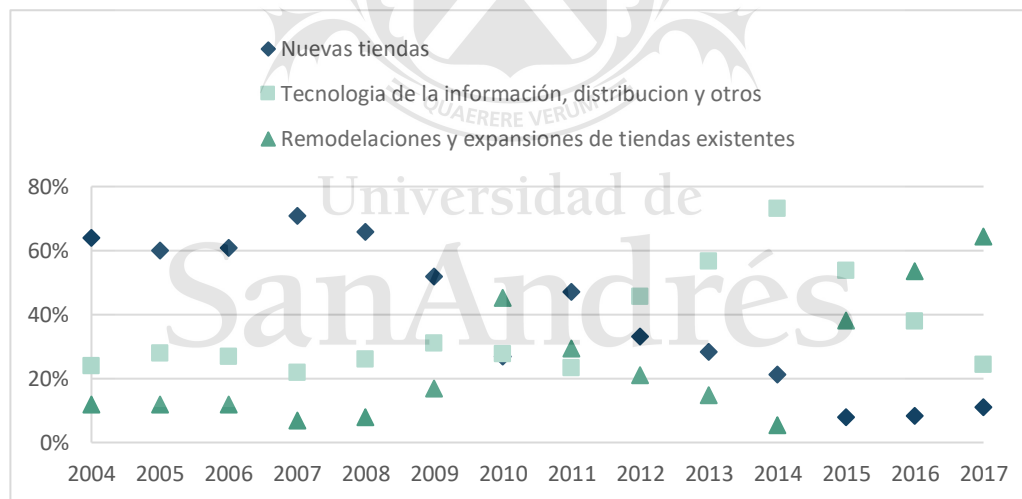
Esta aceleración siguió a un incremento en 2016 en comparación con 2015, debido a mayores remodelaciones y mejoras en la experiencia de los clientes. En 2016, esos incrementos fueron parcialmente compensados por disminución de gastos de capital provocada por una mayor eficiencia a causa de mejoras tecnológicas.

La proporción que se invierte en abrir nuevas tiendas ha disminuido notablemente con el paso de los años, pasando a formar una parte más importante la adquisición de tecnologías de información, mejoras de canales de distribución y remodelaciones.

Por ejemplo, de 2004 a 2009, los gastos por apertura de nuevos locales ascendían a más del 50% del total de inversiones en activos fijos; mientras que el monto invertido en este concepto en los últimos tres años no supera el 10%. De igual modo, la mejora de los locales existentes entre 2004 y 2009 no llegaba al 20% de Capex y en 2017 alcanzó el impactante valor de un 65% de los egresos de capital.

Todo esto es consistente con la estrategia de la empresa de dejar de crecer mayormente a través de la apertura de tiendas físicas, como lo hiciera en décadas pasadas, para comenzar a expandirse, cada vez más, mediante la mayor penetración en el e-commerce y la mejora de la experiencia del cliente. Target está invirtiendo fuertemente para el nuevo comportamiento de compra del consumidor, tal como se puede observar en el siguiente gráfico.

**Ilustración 30: Locación del CAPEX**



Fuente: Elaboración propia

**Proyección del CAPEX**

La empresa anunció que esperaba para 2018 un incremento en los gastos de capital hasta alcanzar aproximadamente los \$3.500 millones de dólares, lo cual representa un crecimiento del 38% respecto de los \$2.533 invertidos en 2017. El destino de los fondos invertidos será primordialmente la remodelación de sus tiendas existentes, apertura de nuevas tiendas de formato reducido y fuerte inversión en mejorar la cadena de distribución.

A su vez, informaba que hasta el ejercicio cerrado en enero de 2020 planeaba invertir en CAPEX un total aproximado de \$7.000 millones. Por lo tanto, en 2019 también invertirá un valor de \$3.500 millones. Luego de dicho periodo, estimamos en base al comportamiento histórico de la variable, el plan de negocio de los directivos y la etapa en la que se encuentra la empresa, que los gastos de capital se reducirán hasta un valor de \$3.000 millones anuales hasta 2022.

A su vez, para determinar en qué proporción invertirá en cada uno de los tres tipos de gastos, tomamos un promedio de lo invertido en los últimos tres años en remodelaciones, en tecnología y distribución y en la apertura de nuevas tiendas físicas, lo que arroja los valores de **52%**, **39%** y **9%** respectivamente. Resulta consistente no tomar un promedio incluyendo los años anteriores dado que ello distorsionaría fuertemente nuestra proyección. La compañía del 2004 no es la misma que nuestra empresa hoy en día.

Hoy Target se centra en su modelo omnicanal y busca garantizar que su cadena de suministro y sus capacidades de distribución estén a la altura del desafío de cumplir con un mayor tráfico de consumidores en su sitio web. También está agregando rápidamente las capacidades de cumplimiento, incluida la recogida desde la tienda y desde el almacén, a su red minorista existente de tiendas físicas. Nuestra proyección de egresos en activos fijos es la siguiente:

**Tabla 17: Proyección gastos de capital**

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>CAPEX total</b>	<b>\$3.500,00</b>	<b>\$3.500,00</b>	<b>\$3.000,00</b>	<b>\$3.000,00</b>	<b>\$3.000,00</b>
Remodelaciones (52%)	\$1.355,39	\$1.355,39	\$1.161,77	\$1.161,77	\$1.161,77
IT y distribución (39%)	\$1.823,38	\$1.823,38	\$1.562,90	\$1.562,90	\$1.562,90
Nuevas tiendas (9%)	\$321,23	\$321,23	\$275,34	\$275,34	\$275,34

Fuente: Elaboración propia

## GASTOS DE DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES

Las depreciaciones y amortizaciones explican la pérdida de valor de los activos fijos debido al uso, edad y obsolescencia durante su vida útil. Esto constituye un factor de relevancia para la ingeniería económica ya que es una deducción permitida en impuestos, por lo que disminuirá el costo fiscal que deberá afrontar la empresa en cada período.

En el siguiente cuadro, se puede observar (en millones de dólares) el monto de las depreciaciones y amortizaciones incurridas por la compañía entre 2008 y 2017 en función de sus bienes de capital, respecto de los cuales se muestra también el detalle de su composición. Además, se



muestra el valor de la ratio Depreciaciones/Activos Fijos totales para cada año, así como el valor promedio para todo el periodo analizado.

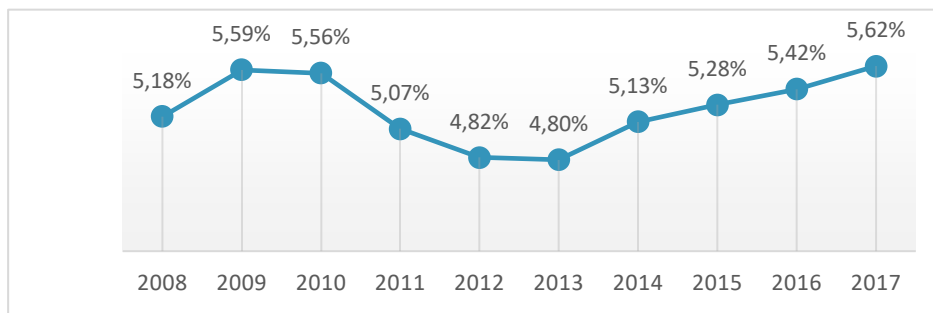
**Tabla 18: Histórico de Depreciaciones y Activos Fijos 2008 a 2017**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Depreciaciones /amortizaciones	\$1.804	\$1.999	\$2.060	\$2.107	\$2.120	\$2.198	\$2.108	\$2.191	\$2.280	\$2.429
Total Bs de capital	\$34.816	\$35.765	\$37.048	\$41.531	\$43.964	\$45.780	\$41.064	\$41.463	\$42.071	\$43.199
Terrenos	\$5.767	\$5.793	\$5.928	\$6.122	\$6.206	\$6.234	\$6.127	\$6.125	\$6.106	\$6.095
Edificios y mejoras	\$20.430	\$22.152	\$23.081	\$26.837	\$28.653	\$30.356	\$26.614	\$27.059	\$27.611	\$28.396
Remodelaciones	\$4.270	\$4.743	\$4.939	\$5.141	\$5.362	\$5.583	\$5.346	\$5.347	\$5.503	\$5.623
Hardware y Software	\$2.586	\$2.575	\$2.533	\$2.468	\$2.567	\$2.764	\$2.553	\$2.617	\$2.651	\$2.645
Construcciones en-progreso	\$1.763	\$502	\$567	\$963	\$1.176	\$843	\$424	\$315	\$200	\$440
Ratio Deprec, /Activos fijos	5,18%	5,59%	5,56%	5,07%	4,82%	4,80%	5,13%	5,28%	5,42%	5,62%
Promedio Deprec, /Activos fijos	5,25%									

Fuente: Elaboración propia

La ratio de depreciaciones ha sido, en general, estable situándose siempre por arriba del 5%, excepto en los periodos 2012 y 2013 en donde presentó valores por debajo de dicho número. Dado que esta ratio no ha variado significativamente con el paso del tiempo, utilizaremos el promedio de los últimos diez años de 5,25%.

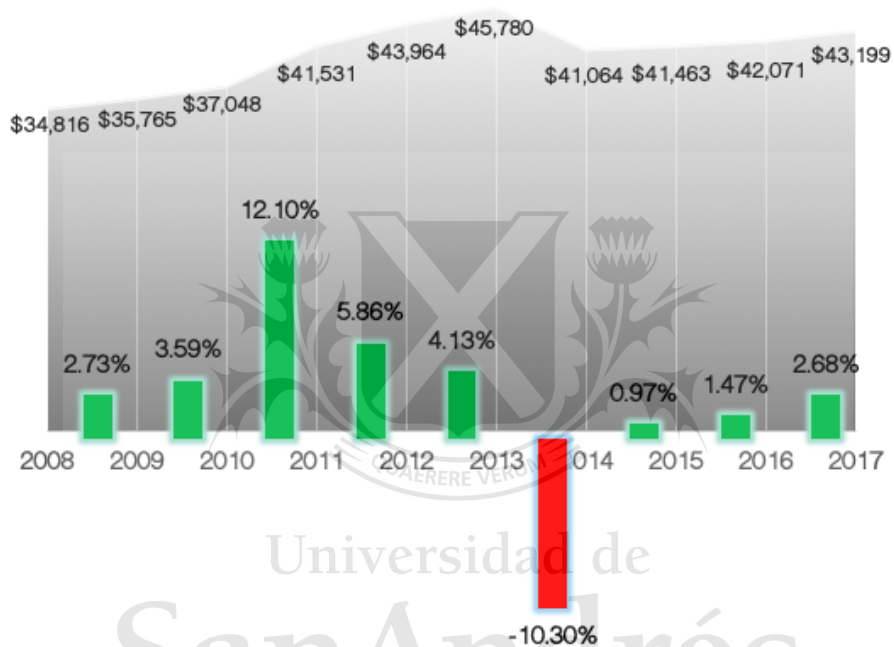
**Ilustración 31: Ratio Depreciaciones/Activos fijos**



Fuente: Elaboración propia

A continuación, se muestra gráficamente el valor del total de los equipos y propiedades en el periodo analizado, así como la tasa de variación experimentada por estos activos durante dicho periodo. Puede observarse que el total de activos siempre fue en crecimiento, excepto en el año 2014 en donde la tasa disminuyó un 10%, a causa de la discontinuación de las actividades en Canadá y la consecuente liquidación de los activos asociados a esa línea de negocios.

**Ilustración 32- Total Propiedades y Equipos, y su variación (en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia

Es dable suponer que se seguirán incorporando activos en los años que siguen como sucedió en la mayoría de los periodos, especialmente si se toma en cuenta la proyección que hicimos en el apartado de gastos de capital. En dicha sección demostramos que la empresa seguirá invirtiendo en activos fijos, especialmente en la remodelación de sus tiendas y en nuevo equipamiento tecnológico y de distribución.

Para nuestra proyección de crecimiento de los activos fijos totales tomaremos el promedio del incremento verificado desde el año 2008 hasta 2017, sin tomar en consideración para el cálculo el valor presentado en 2014. Esto se debe a que en dicho año se produjo una fuerte disminución de los activos, mayor al 10%, a causa de razones excepcionales (cierre de la línea de negocios en Canadá) que no se condicen con la situación normal de la empresa, la cual siempre ha experimentado crecimiento en sus activos. El valor promedio mencionado asciende a 4,19%.

En tal sentido, se tomará el valor de las propiedades y equipos de 2017 y se proyectará su crecimiento hasta el año 2022, con una tasa de crecimiento anual constante de 4,19%. Sobre dichos activos totales, se estimarán las amortizaciones y depreciaciones que, como mencionáramos en párrafos precedentes, serán de un 5,25% aproximadamente.

**Tabla 19 - Proyección Activos Fijos y Depreciaciones/Amortizaciones**

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Propiedades y equipos total</b>	\$ 45.009	\$ 46.895	\$ 48.860	\$ 50.907	\$ 53.041
<b>Depreciaciones y amortizaciones</b>	<b>\$ 2.362</b>	<b>\$ 2.461</b>	<b>\$ 2.564</b>	<b>\$ 2.672</b>	<b>\$ 2,783</b>

Fuente: Elaboración propia

## CAPITAL DE TRABAJO

El capital de trabajo o fondo de maniobra es la parte del activo corriente que es financiada con recursos de carácter permanente. Es una medida de la capacidad de la empresa para continuar con el desarrollo normal de sus actividades en el corto plazo. Se calcula restando al total de activos de corto plazo, el total de pasivos de corto plazo.

La gestión eficaz del inventario es clave para el éxito continuo de la empresa, y para ello utiliza diversas técnicas, como la proyección y la planificación de la demanda y diversas formas de gestión de la reposición.

Nuestra firma realiza una gestión de inventario efectiva manteniendo en stock las ofertas de productos principales, manteniendo relaciones positivas con los proveedores y planificando cuidadosamente los niveles de inventario para artículos estacionales y de vestimenta, para así minimizar las rebajas.

La empresa espera una menor variabilidad en las necesidades de capital de trabajo a lo largo del año que la que ha experimentado históricamente, debido a los esfuerzos para ajustar mejor las cuentas por pagar a los niveles de inventario.

En el siguiente cuadro, podemos observar el valor del fondo de trabajo de nuestra empresa para los últimos cinco años.

**Tabla 20 - Capital de trabajo 2013 a 2017**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Activo Corriente</b>	\$16.388	\$11.573	\$13.624	\$14.130	\$11.990	\$12.564
<b>Pasivo Corriente</b>	\$14.032	\$12.777	\$11.736	\$12.622	\$12.707	\$13.201
<b>Capital de trabajo</b>	<b>\$2.356</b>	<b>-\$1.204</b>	<b>\$1.888</b>	<b>\$1.508</b>	<b>-\$717</b>	<b>-\$637</b>

Fuente: Elaboración propia

Conforme la definición explicada previamente es dable inferir que, a fines de preservar la salud financiera de cualquier compañía, es condición esencial que el activo corriente supere al pasivo corriente. Y si observamos la tabla 20, vemos que dicha condición no se cumplió en tres años dentro del periodo analizado.

Sin embargo, como ya fuera analizado en el apartado de análisis financiero, esto no es particularmente llamativo (o peligroso) en una empresa como la nuestra, y en una industria como la del comercio minorista.

En el caso de Target, esta situación puede deberse a varios factores dándose en conjunto. Por empezar, la empresa nunca deja de adquirir bienes de capital, por lo que puede estar destinando parte de sus recursos a eso. Además, observamos que desde hace varios años tiene una política muy fuerte de recompra de acciones y pago de dividendos en efectivo a sus accionistas, lo cual repercute fuertemente en sus activos corrientes.

Ahora bien, a los fines de nuestra proyección financiera, necesitaremos enfocarnos en la rotación del capital de trabajo, y no del valor en sí que esta variable adquiere cada año. Esta tasa nos ayudará a comparar la cantidad de dinero que genera en ganancias la firma.

En la siguiente tabla, se muestran los cálculos para nuestra tasa de rotación del fondo de maniobra. Para obtenerla dividimos el valor de las ventas en los años 2013 a 2017 sobre el capital de trabajo calculado mediante promedios móviles para el mismo periodo. Una vez obtenida la rotación del capital de trabajo para esos años, procedemos a realizar el promedio de esos valores, lo que nos da como resultado 89,82.

**Tabla 21 – Tasa de rotación del capital de trabajo**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas	\$71.960	\$71.279	\$72.618	\$73.785	\$69.495	\$71.879
Capital de trabajo	\$2.356	(\$1.204)	\$1.888	\$1.508	(\$717)	(\$637)
Promedio móvil Capital de trabajo		\$576	\$342	\$1.698	\$396	(\$677)
<b>Rotación Capital de Trabajo</b>		123,75	212,33	43,45	175,71	(106,17)
<b>Promedio Tasa de rotación</b>	<b>89,82 veces</b>					

Fuente: Elaboración propia

El valor de 89,82 significa la cantidad de veces (en promedio) que el capital de trabajo rota durante el año, y este es el valor que utilizaremos a continuación para estimar el monto de capital de trabajo requerido en nuestra proyección.

Para obtener el capital de trabajo de cada año en nuestra proyección, dividimos las ventas totales proyectadas sobre el promedio de la tasa de rotación, y luego calculamos la variación de dicho capital circulante de un año al siguiente.

**Tabla 22 - Proyección capital de trabajo**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Ventas totales</b>		\$76.387,95	\$80.316,21	\$83.873,98	\$86.921,13	\$90.068,21
<b>Capital de trabajo</b>	-\$637,00	\$850,50	\$894,24	\$933,85	\$967,78	\$1.002,81
<b>Variación CT</b>		<b>\$1.487,50</b>	<b>\$43,74</b>	<b>\$39,61</b>	<b>\$33,93</b>	<b>\$35,04</b>

Fuente: Elaboración propia

## CRECIMIENTO DEL VALOR TERMINAL DE LA FIRMA

El valor terminal es el valor de los flujos de caja que se generan en la firma más allá del último período de la proyección. Se basa en la suposición de que cada ingreso futuro se reinvertirá en un nuevo activo desde el momento en que se recibe hasta la terminación de la firma, a la tasa de rendimiento que impere.

Por lo tanto, será también un elemento necesario para realizar nuestras proyecciones contar con la tasa de crecimiento de dicho valor terminal. No obstante, determinar una tasa de crecimiento perpetuo es un supuesto fuerte y de difícil sustento. Para ello asumiremos que la empresa crecerá en relación con el crecimiento del PBI y la inflación de Estados Unidos para el largo plazo, para lo cual establecemos una tasa  $g$  del 3,2%.

El valor terminal será calculado en base a la siguiente fórmula:

$$\text{Valor Terminal} = [\text{Flujo de fondos del último período} \cdot (1+g)] / (\text{WACC}-g)$$

## TASA DE DESCUENTO

La tasa de descuento, costo del capital o WACC por sus siglas en inglés, es la medida financiera que se aplica para determinar el valor actual de nuestros flujos de caja futuros. La fórmula para obtener la tasa de descuento se puede apreciar a continuación:

**Tabla 23 - Fórmula de cálculo del WACC**

$$WACC = \frac{\text{Capital}}{\text{Capital} + \text{Deuda}} * re + \frac{\text{Deuda}}{\text{Capital} + \text{Deuda}} * rd * (1 - t)$$

Ahora debemos calcular cada componente de la ecuación, lo que nos permitirá conocer a fondo la estructura de capital de nuestra empresa, además del costo de cada una de las fuentes de financiamiento.

## COMPOSICIÓN DE LA DEUDA

La deuda que nos interesa es la deuda financiera, es decir, aquella que tiene un costo financiero explícito. Para ello tomaremos el valor de libros que figura en el Balance General de Target, cerrado el 31 de enero de 2018.

**Tabla 24 – Monto de la deuda financiera**

	31 enero 2018
<b>Porción corriente de la deuda a largo plazo</b>	<b>\$270</b>
<b>Deuda de largo plazo</b>	<b>\$11.317</b>
Vencimiento 2018-2022	\$3.405
Vencimiento 2023-2027	\$2.094
Vencimiento 2028-2032	\$644
Vencimiento 2033-2037	\$1.109
Vencimiento 2038-2042	\$1.463
Vencimiento 2043-2047	\$1.725
Ajustes de valuación de Swaps	-\$5
Arrendamientos de capital	\$1.152
Montos debidos en menos de un año	-\$270
<b>TOTAL. DEUDA FINANCIERA</b>	<b>\$11.587</b>

Fuente: Elaboración propia

## COSTO DE LA DEUDA

Como no conocemos las políticas exactas de financiamiento de Target y, por ende, el costo de dicho financiamiento, debemos estimarlo. Para ello, tomaremos la cotización de un bono emitido por nuestra empresa a fines de determinar su rendimiento, el cual puede interpretarse como el costo marginal de la deuda.

A continuación, se muestra el detalle del bono elegido como referencia. Este bono es uno de los más recientemente emitidos por la empresa y tiene una duración de 10 años, lo cual se condice con el vencimiento de los bonos emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos, que luego tomaremos como tasa “risk free” en el cálculo del costo del capital. El rendimiento al vencimiento de dicho bono es igual a 3,80% y, por lo tanto, este será nuestro costo de deuda.

**Tabla 25 - Bono referencia para el costo de la deuda**

BONO TARGET 16/26	
Emisor	Target Corp.
Monto emitido	USD 1.000.000.000
Monto de Emisión	99,99
Fecha de Emisión	11/04/2016
Cupón	2,50%
Tipo de pago	Interés común
Fecha de maduración	15/04/2026
Fecha de pago de próximo cupón	15/04/2019
Pagos por año	2
Tasa en % (rd)	<b>3,80%</b>

Fuente: Markets Business

## COMPOSICIÓN DEL CAPITAL

Al contrario de lo que sucedía con la deuda, el valor relevante a tomar para conocer nuestro capital no es el de valor de libros, si no el vigente en el mercado. A la fecha 28 de enero de 2018, Target tenía emitidas 556 millones de acciones comunes. Esa cantidad de acciones, multiplicadas por el precio por acción de \$74,90 que regía a esa fecha, nos arroja una capitalización bursátil de la compañía de \$41.656 millones de dólares. Este representará nuestro valor del capital.

**Tabla 26 - Monto del capital**

BONO TARGET 16/26	
Acciones emitidas	556
Precio de mercado por acción	\$74,90
<b>VALOR DEL CAPITAL</b>	<b>\$41.656 Millones</b>

Fuente: Elaboración

## COSTO DEL CAPITAL

Ahora debemos estimar el último de nuestros componentes requeridos para calcular el WACC, nuestro costo del capital. A estos fines, utilizaremos el modelo CAPM, que es una de las herramientas más utilizadas en finanzas para determinar la tasa de retorno requerida para cierto activo. La fórmula de cálculo del CAPM es la siguiente.

**Tabla 27 - Fórmula de cálculo del costo del capital**

$$re = rf + \beta * (rm - rf)$$

Tasa libre de riesgo      Riesgo respecto al portfolio de mercado      Rendimiento del mercado

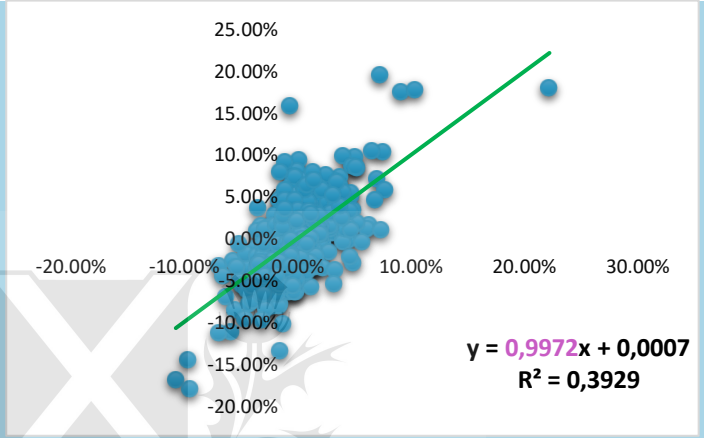
La tasa libre de riesgo ( $r_f$ ), cabe aclarar, es un concepto teórico que asume que en la economía existe una alternativa de inversión que no tiene riesgo alguno para el inversionista. En la práctica, esta tasa se asemeja a la tasa de los bonos emitidos por el Tesoro de los EE. UU. a diez años, dado que este gobierno tiene prácticamente cero posibilidades de entrar en estado de cesación de pagos. Esta tasa era de **2,71%** el 31/01/2018.

Con relación al rendimiento del mercado ( $r_m$ ), calculamos el promedio del retorno histórico del índice S&P para los últimos 45 años, lo que nos arroja un valor de **9,87%** por lo que éste es el valor que tomaremos en nuestra estimación.

Ahora viene la parte más intrincada de nuestra fórmula CAPM, que es calcular el valor de la beta de nuestra empresa. Para ello, tenemos varios métodos distintos que nos conducirán al mismo resultado de beta, como exponemos a continuación.



**Tabla 28 - Cálculo de beta**

Método	Cálculo		Resultado
1) Covarianza (x, y) / varianza (x)	covarianza (x, y)	0,0530%	<b>0,9972</b>
	varianza(x)	0,0531%	
2) Función Pendiente = Target (y), S&P (x)			<b>0,9972</b>
3) Regresión			<b>0,9972</b>
4) Dispersión			

Fuente: Elaboración propia

Como se muestra en la tabla 28, mediante cuatro métodos diferentes logramos arribar a nuestra beta, la cual es igual a **0,9972**. Una beta tan cerca a 1, indica que el precio de la acción de Target se mueve casi en igual proporción que el índice S&P, o posee el mismo riesgo sistemático. Cuanto mayor sea la beta ( $\beta$ ), tanto mayor será su 'riesgo sistemático' o 'riesgo de mercado'.

No obstante, es importante señalar que puede existir cierta subjetividad en el cálculo de este componente, dado que su valor dependerá, por ejemplo, del índice que se tome como referencia, el periodo utilizado y la frecuencia de rentabilidad tomada en consideración (diaria, semanal, mensual, etc.), entre otros factores.

Por esa razón, debemos comparar nuestro resultado con otros indicadores, a fines de verificar que sea consistente y representativo. En este sentido, decidimos compararlo con el valor de la beta de la industria del comercio minorista, que se obtiene como un promedio entre las betas de 18 empresas de este sector.

El valor de la beta promedio del sector del comercio minorista general es de 1,05<sup>14</sup>. Comparando el valor de esta beta, con el de nuestra empresa, vemos que ambas son bastantes similares y cercanas. Debido a ello, es dable considerar que nuestra beta es lo suficientemente confiable como para utilizarla en el cálculo del costo del capital.

Ahora sí procedemos a calcular nuestro costo del capital, usando la formula CAPM.

### Tabla 29 - Cálculo del costo de capital

$$re = 0,0271 + 0,9972 * (0,0987 - 0,0271) = 9,85\%$$

Fuente: Elaboración propia

### EL WACC

Paso seguido, procedemos a utilizar todos los valores obtenidos para calcular la tasa de descuento, también llamada WACC, que necesitaremos a los efectos de proyectar nuestros futuros flujos de fondos. Recordemos la fórmula:

### Tabla 30 - Cálculo del WACC

$$WACC = \frac{\$41.656}{\$41.656 + \$11.587} * 9,85\% + \frac{\$11.587}{\$41.656 + \$11.587} * 3,80\% * (1 - 35\%)$$

$$WACC = 78,24\% * 9,85\% + 21,76\% * 3,80\% * 65\% = 8,24\%$$

Fuente: Elaboración propia

## ARMADO DE LOS FLUJOS DE FONDOS. CÁLCULO DEL VALOR DE LA FIRMA

Ahora que contamos con todos los elementos necesarios, es momento de proyectar los flujos de caja y el valor terminal de la compañía, a los cuales podremos arribar mediante las siguientes ecuaciones, y cuya sumatoria nos dará el valor total de la firma.

### Tabla 31 - Fórmula de cálculo de los flujos de fondos y valor terminal

$$\text{Flujos libres de caja} = \text{EBIT} * (1-t) + \text{Depreciaciones} - \text{CAPEX} +/- \text{Variación CT}$$

$$\text{Valor terminal} = \text{Flujos libres de caja} * (1 + g) / (\text{WACC} - g)$$

<sup>14</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

Tabla 32 - Flujos de fondos y valor de la firma escenario base

	2018	2019	2020	2021	2022	VT
Ventas en tiendas	\$71.636	\$74.613	\$77.180	\$79.219	\$81.295	
Ventas digitales	\$4.751	\$5.702	\$6.693	\$7.701	\$8.772	
<b>Ventas totales</b>	<b>\$76.387</b>	<b>\$80.316</b>	<b>\$83.873</b>	<b>\$86.921</b>	<b>\$90.068</b>	
<b>Mg operativo = EBIT/Vtas</b>	6,85%	6,85%	6,85%	6,85%	6,85%	
EBIT	\$5.235	\$5.504	\$5.748	\$5.957	\$6.173	
t	\$1.832	\$1.926	\$2.012	\$2.085	\$2.160	
<b>Ebit*(1-t)</b>	<b>\$3.403</b>	<b>\$3.578</b>	<b>\$3.736</b>	<b>\$3.872</b>	<b>\$4.012</b>	
(+) Deprec. y Amortiz.	\$2.362	\$2.461	\$2.564	\$2.672	\$2.783	
(-) CAPEX	-\$3.500	-\$3.500	-\$3.000	-\$3.000	-\$3.000	
(+/-) Variación CT	\$1.487	\$43,74	\$39,61	\$33,93	\$35,04	
<b>Flujos libres de caja (FCF)</b>	<b>\$3.753</b>	<b>\$2.583</b>	<b>\$3.340</b>	<b>\$3.578</b>	<b>\$3.831</b>	<b>\$78.396</b>
WACC	8,24%	8,24%	8,24%	8,24%	8,24%	8,24%
n	1	2	3	4	5	5
Factor de descuento	1,0824	1,1717	1,2683	1,3728	1,4860	1,4860
<b>Valor Actual FCF</b>	<b>\$3.467</b>	<b>\$2.204</b>	<b>\$2.634</b>	<b>\$2.606</b>	<b>\$2.578</b>	<b>\$52.757</b>
<b>Valor de la firma</b>	<b>∑ VA FCF + VA Valor Terminal =</b>					<b>\$66.248</b>

Fuente: Elaboración

Como puede apreciarse en la tabla anterior, armamos los flujos de fondos a partir de las proyecciones efectuadas en secciones anteriores. En base al total de ventas proyectadas y el valor del margen operativo promedio, obtuvimos el EBIT. Luego, descontamos los impuestos, sumamos amortizaciones, restamos los gastos de capital y adicionamos la variación neta en el capital de trabajo para cada periodo, obteniendo los flujos de fondos libres de Target.

Por otro lado, calculamos el valor terminal de la compañía, teniendo en cuenta el flujo de caja del último año de la proyección, así como su tasa de crecimiento esperado y el WACC.

La sumatoria del valor actual de todos estos valores, que se obtuvieron al descontarlos a la tasa del costo promedio ponderado del capital, nos arroja un valor de la firma equivalente a \$66.248 millones de dólares. Ahora, habiendo averiguado el valor de la firma o "Enterprise Value", podemos a continuación obtener el valor del capital o "Equity".

**Tabla 33 - Valor del capital y precio por acción escenario base**

VALUACIÓN POR DCF	
Valor de la firma	<b>\$66.248</b>
Valor de la deuda	-\$11.587
Efectivo y equivalentes	\$2.643
Valor del capital	<b>\$57.304</b>
Cantidad de acciones	556,16
Precio por acción	<b>\$103,04</b>

Fuente: Elaboración propia

Al restar el valor de la deuda financiera (que obtuvimos al calcular el WACC) y sumar el monto del efectivo disponible (surge del Balance) a nuestro valor de la firma calculado previamente, arribamos a un valor total del capital de **\$57.304** millones. Este monto, dividido por los 556 millones de acciones emitidas al 31/02/2018, nos arroja un precio por acción de **\$103,04**.

## ESCENARIOS ALTERNATIVOS

Hasta ahora realizamos nuestra proyección considerando un escenario base. No obstante, las condiciones del negocio siempre pueden fluctuar. Los competidores introducen nuevos productos, los proveedores cambian, aparecen nuevas regulaciones, etc. Por eso, es importante considerar otros posibles escenarios, para analizar eventos futuros y considerar estrategias a emprender.

### ESCENARIO OPTIMISTA

Bajo este escenario se asume que las variables críticas que afectan a la compañía, que son la apertura de nuevas tiendas y las ventas de los mismos locales, tendrán un mejor desempeño al planteado en el escenario base.

A su vez, el PBI americano crece a un mayor nivel que el esperado, y al ser Target Corp una compañía cíclica, los índices mejoran su desempeño.

A continuación, se detallan las variables claves que se modificarán en este escenario optimista:

▪ Ventas:

- **Apertura de nuevos locales:** La compañía logra abrir el doble de la cantidad planeada de locales. Abre 60 nuevas tiendas por año en 2018 y 2019, y 50 nuevas tiendas anuales en el periodo 2020 a 2022.
- **Indicador Same Store Sales:** Las medidas tomadas por el management para potenciar este indicador surgen efecto, impulsándolo al alza. En el periodo 2018-2022 esta variable va a crecer un 8% y luego irá descendiendo hasta estabilizarse en 6,5%, conforme la compañía vaya alcanzando su estado de madurez.
- **PBI:** Se estima un crecimiento del PBI americano cercano al 4% anual.

**Tabla 34: Crecimiento ventas escenario optimista**

Año	Variables endógenas				Variables exógenas		Crecimiento ventas
	Nuevas tiendas (A)	Same Store Sales (B)	Total (A+B)	Total, ponderado (A+B) * 73%	PBI (C)	PBI ponderado (C * 27%)	
2018	3,29%	8,0%	11,29%	8,24%	4,00%	1,08%	9,32%
2019	3,19%	7,5%	10,69%	7,80%	4,00%	1,08%	8,88%
2020	2,57%	7,5%	10,07%	7,35%	4,00%	1,08%	8,43%
2021	2,51%	7,0%	9,51%	6,94%	4,00%	1,08%	8,02%
2022	2,45%	6,5%	8,95%	6,53%	4,00%	1,08%	7,61%

Fuente: Elaboración propia

- Los márgenes operativos mejoran, alcanzando un valor del 8,5% de las ventas.
- CAPEX: Debido la apertura de más tiendas, también se ven incrementados los gastos de capital, siendo de \$4,000 anuales durante todo el periodo de la proyección.
- La tasa de crecimiento del valor terminal para el largo plazo es del 4%.

**Tabla 35 - Flujos de fondos en escenario optimista**

	2018	2019	2020	2021	2022	VT
<b>Ventas en tiendas</b>	\$73.693	\$79.485	\$85.373	\$91.340	\$97.344	
<b>Ventas digitales</b>	\$4.887	\$6.074	\$7.403	\$8.879	\$10.504	
<b>Ventas totales</b>	<b>\$78.580</b>	<b>\$85.560</b>	<b>\$92.777</b>	<b>\$100.220</b>	<b>\$107.849</b>	
<b>Mg operativo = EBIT/Vtas</b>	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	
<b>EBIT</b>	\$6.679	\$7.272	\$7.886	\$8.518	\$9.167	
<b>t</b>	\$2.337	\$2.545	\$2.760	\$2.981	\$3.208	
<b>Ebit*(1-t)</b>	\$4.341	\$4.727	\$5.125	\$5.537	\$5.958	
<b>(+) Deprec. y Amortiz.</b>	\$2.362	\$2.461	\$2.564	\$2.672	\$2.783	
<b>(-) CAPEX</b>	-\$4.000	-\$4.000	-\$4.000	-\$4.000	-\$4.000	
<b>(+/-) Variación CT</b>	\$1.511	\$77,71	\$80,35	\$82,86	\$84,94	
<b>Flujos libres de caja (FCF)</b>	\$4.215	\$3.266	\$3.770	\$4.292	\$4.827	\$118.304
<b>WACC</b>	8,24%	8,24%	8,24%	8,24%	8,24%	8,24%
<b>n</b>	1	2	3	4	5	5
<b>Factor de descuento</b>	1,0824	1,1717	1,2683	1,3728	1,4860	1,4860
<b>Valor Actual FCF</b>	\$3.894	\$2.787	\$2.973	\$3.126	\$3.248	\$79.612
<b>Valor de la firma</b>	<b>Σ VA FCF + VA Valor Terminal =</b>					<b>\$95.643</b>

Fuente: Elaboración propia

**Tabla 36: Valor del capital y precio por acción escenario optimista**

VALUACIÓN POR DCF	
<b>Valor de la firma</b>	<b>\$95.643</b>
<b>Valor de la deuda</b>	-\$11.587
<b>Efectivo y equivalentes</b>	\$2.643
<b>Valor del capital</b>	<b>\$86.699</b>
<b>Cantidad de acciones</b>	556,16
<b>Precio por acción</b>	<b>\$155.89</b>

Fuente: Elaboración propia

Bajo este escenario, el valor de la firma menos la deuda y más el efectivo, nos arroja un valor total del capital de **\$86.699** millones de dólares y un precio por acción de **\$155.89**.

## ESCENARIO PESIMISTA

En este escenario asumiremos que las variables clave que afectan a la compañía han tenido un desempeño desfavorable que ha afectado negativamente la apertura de nuevas tiendas y las ventas de las mismas tiendas.

A su vez, estimamos que el PBI americano crece menos de lo esperado en los años siguientes y, por ende, al ser Target Corporation una compañía cíclica, se generará un deterioro en las proyecciones.

A continuación, se detalla cómo se verán afectadas las variables críticas este escenario.

### ▪ Ventas:

- **Apertura de nuevos locales:** La compañía logra abrir la mitad de la cantidad planeada de locales. Abre 15 nuevas tiendas por año en 2018 y 2019, y 12 nuevas tiendas anuales en el periodo 2020 a 2022.
- **Indicador Same Store Sales:** Las medidas tomadas por el management para potenciar este indicador no surgen efecto impulsándolo a la baja. En el periodo 2018-2022 esta variable va a crecer un 3,5% y luego irá descendiendo hasta estabilizarse en 2%, conforme la compañía vaya alcanzando su estado de madurez.
- **PBI:** Se estima un crecimiento del PBI americano cercano al 1,2% anual.

**Tabla 37: Crecimiento ventas escenario pesimista**

Año	Variables endógenas				Variables exógenas		Crecimiento ventas
	Nuevas tiendas (A)	Same Store Sales (B)	Total (A+B)	Total ponderado (A+B) * 73%	PBI (C)	PBI ponderado (C * 27%)	
2018	0,82%	3,5%	4,32%	3,16%	1,20%	0,32%	3,48%
2019	0,82%	3,0%	3,82%	2,79%	1,20%	0,32%	3,11%
2020	0,65%	3,0%	3,65%	2,66%	1,20%	0,32%	2,99%
2021	0,64%	2,5%	3,14%	2,29%	1,20%	0,32%	2,62%
2022	0,64%	2,0%	2,64%	1,93%	1,20%	0,32%	2,25%

Fuente: Elaboración propia

- Los márgenes operativos empeoran, alcanzando un valor del 4,5% de las ventas.
- CAPEX: Debido la apertura de menos tiendas, también se ven disminuidos los gastos de capital, siendo de \$2.000 anuales durante todo el periodo de la proyección.

- La tasa de crecimiento del valor terminal para el largo plazo es del 1%.

**Tabla 38: Flujos de fondos en escenario pesimista**

	2018	2019	2020	2021	2022	VT
Ventas en tiendas	\$69.753	\$71.248	\$72.681	\$73.871	\$74.805	
Ventas digitales	\$4.626	\$5.445	\$6.302	\$7.181	\$8.072	
<b>Ventas totales</b>	<b>\$74.380</b>	<b>\$76.693</b>	<b>\$78.984</b>	<b>\$81.053</b>	<b>\$82.877</b>	
<b>Mg operativo = EBIT/Vtas</b>	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	
EBIT	\$3.347	\$3.451	\$3.554	\$3.647	\$3.729	
t	\$1.171	\$1.207	\$1.244	\$1.276	\$1.305	
Ebit*(1-t)	\$2.175	\$2.243	\$2.310	\$2.370	\$2.424	
(+) Deprec. y Amortiz.	\$2.362	\$2.461	\$2.564	\$2.672	\$2.783	
(-) CAPEX	-\$2.000	-\$2.000	-\$2.000	-\$2.000	-\$2.000	
(+/-) Variación CT	\$1.465	\$25,75	\$25,50	\$23,03	\$20,31	
<b>Flujos libres de caja (FCF)</b>	<b>\$4.003</b>	<b>\$2.730</b>	<b>\$2.900</b>	<b>\$3.065</b>	<b>\$3.228</b>	<b>\$45.013</b>
WACC	8,24%	8,24%	8,24%	8,24%	8,24%	8,24%
n	1	2	3	4	5	5
Factor de descuento	1,0824	1,1717	1,2683	1,3728	1,4860	1,4860
Valor Actual FCF	\$3.698	\$2.330	\$2.286	\$2.233	\$2.172	\$30.291
<b>Valor de la firma</b>	<b>Σ VA FCF + VA Valor Terminal =</b>					<b>\$43.013</b>

Fuente: Elaboración propia

**Tabla 39: Valor del capital y precio por acción escenario pesimista**

VALUACIÓN POR DCF	
Valor de la firma	<b>\$43.013</b>
Valor de la deuda	-\$11.587
Efectivo y equivalentes	\$2.643
<b>Valor del capital</b>	<b>\$34.069</b>
Cantidad de acciones	556,16
<b>Precio por acción</b>	<b>\$61,26</b>

Fuente: Elaboración propia

Bajo este escenario, el valor de la firma menos la deuda y más el efectivo. nos arroja un valor total del capital de **\$34.069** millones de dólares y un precio por acción de **\$61,26**.



## VALUACIÓN DE LA COMPAÑÍA POR MÚLTIPLOS COMPARABLES

La valoración por múltiplos consiste en estimar el valor de una firma partiendo de múltiplos obtenidos de empresas comparables. Es uno de los métodos de valuación más sencillos, y por lo general sólo puede aplicarse a empresas consolidadas, cuyo crecimiento es estable. Este método requiere que exista un número representativo de firmas comparables a nuestra compañía.

La valuación por múltiplos consiste en identificar una serie de parámetros y compararlos con los multiplicadores de las empresas principales del sector al que pertenece nuestra empresa. Los múltiplos de mercado más comunes incluyen: Valor empresa a ventas (EV/S), Precio sobre ganancias (P/E), Precio a Valor de libros (P/BV) y Precio a los flujos libres de caja (P/FC). A continuación, se aplicarán los pasos a seguir para utilizar esta metodología.

## SELECCIÓN DE LAS EMPRESAS COMPARABLES

Las empresas comparables deben cotizar en bolsa y realizar la misma, o muy similar, actividad que nuestra firma. Los aspectos más relevantes para tener en cuenta son que las combinaciones de negocios y de productos, los segmentos de mercado medidos en ventas o en utilidades, las estructuras organizacionales, de costos y gastos; y las expectativas de crecimiento y rentabilidad, entre otros, sean similares a la empresa objetivo.

Considerando tales elementos, para nuestra compañía hemos seleccionado las siguientes empresas comparables, las cuales son sus principales competidoras en los Estados Unidos:

**Tabla 40 - Empresas comparables**

Empresas comparables a Target Corp
Wal-Mart Inc.
Costco Wholesale Corp.
The Kroger Co.
Kohl's Corporation
Dollar General Corp.
Macy's

Fuente: Elaboración

## SELECCIÓN Y CÁLCULO DE LOS MÚLTIPLOS A UTILIZAR

**EV/EBITDA:** El EBITDA es considerado una buena aproximación al flujo de caja antes de financiamiento e impuestos generado por la compañía y es un índice muy utilizado en la construcción de múltiplos comparables. Indica cuántas veces su utilidad operativa sin considerar políticas fiscales, de financiamiento y de depreciación, está valorada una empresa.

Su principal ventaja es que es buen indicador de la estructura de costos y gastos de un sector de negocios independientemente de su localización geográfica y que no toma en cuenta decisiones de financiamiento ni fiscales.

**EV/Ventas:** Refleja cuántas veces el valor de sus ventas está valorada una empresa en el mercado. Cuando una compañía tiene EBITDA o EBIT negativos, múltiplos como EV/EBITDA o EV/EBIT no son aplicables por lo que, en estos casos, EV/Ventas puede resultar el más apropiado.

Este indicador es usado frecuentemente en valuación de firmas cuyos costos operativos exceden las ventas. No obstante, es un índice poco representativo en muchos casos ya que empresas con ventas similares pueden tener márgenes comerciales muy distintos.

**Price/Earnings ratio:** Frecuentemente se lo interpreta como la cantidad de veces que la ganancia contable cabe dentro del precio de la acción, es decir, cuántas ganancias estamos dispuestos a pagar por las acciones de la empresa.

Puede interpretarse como una medida de la calidad y valoración que los inversores tienen por el beneficio de la firma. El P/E es una referencia dominante en los mercados bursátiles porque permite realizar juicios rápidos sobre la sobrevaloración o subvaloración de empresas.

**Tabla 41 - Cálculo de los múltiplos**

31/01/2018	EV/EBITDA	EV/Ventas	P/E
Target Corp	6,56	0,62	13,72
<b>Empresas comparables</b>			
Wal-Mart Inc,	9,86	0,61	32,60
Costco Wholesale Corp,	17,38	0,79	30,93
The Kroger Co,	4,48	0,33	14,09
Kohl's Corporation	6,03	0,77	12,39
Dollar General Corp,	12,75	1,31	17,28
Macy's	5,54	0,70	5,03
Promedio	9,34	0,75	18,72
<b>Mediana</b>	<b>7,94</b>	<b>0,74</b>	<b>15,69</b>

## APLICACIÓN DE LOS MÚLTIPLOS. SELECCIÓN DE RANGO DE SENSIBILIDAD

En este paso se multiplican los ratios calculados para las empresas comparables, por los datos financieros correspondientes de la empresa objetivo, para calcular el valor de ésta última.

### EV/EBITDA

Considerando el EBITDA para el ejercicio cerrado en enero 2018, que asciende a \$6.741 millones de dólares, tomaremos un rango para nuestra matriz de sensibilidad de entre \$5.741 y \$7.741 millones. De igual modo, teniendo en cuenta la mediana de nuestro sector de 7,94, elegimos un rango de variación del múltiplo EV/EBITDA entre 5,94x y 9,94x.

En este punto, cabe aclarar que optamos por utilizar la mediana en vez del promedio atento que cuando los datos son heterogéneos, como en nuestro caso en donde los valores para las empresas comparables varían mucho entre sí, la primera nos otorga un valor más representativo de la realidad. Si utilizáramos el promedio, el valor podría verse influido por valores atípicos (muy altos o muy bajos comparados con los demás), pudiendo sesgar considerablemente el resultado.

**Tabla 42 - Cuadro de sensibilidad para múltiplo EV/EBITDA, Enterprise Value**

		VALOR DE LA EMPRESA (EV)								
		EV/EBITDA INDUSTRIA								
		5,94x	6,44x	6,94x	7,44x	7,94x	8,44x	8,94x	9,44x	9,94x
EBITDA TARGET	\$5.741	\$34.119	\$36.990	\$39.860	\$42.731	\$45.601	\$48.472	\$51.342	\$54.213	\$57.083
	\$6.241	\$37.091	\$40.211	\$43.332	\$46.452	\$49.573	\$52.693	\$55.814	\$58.934	\$62.055
	\$6.741	\$40.062	\$43.433	\$46.803	\$50.174	<b>\$53.544</b>	\$56.915	\$60.285	\$63.656	\$67.026
	\$7.241	\$43.034	\$46.654	\$50.275	\$53.895	\$57.516	\$61.136	\$64.757	\$68.377	\$71.998
	\$7.741	\$46.006	\$49.876	\$53.747	\$57.617	\$61.488	\$65.358	\$69.229	\$73.099	\$76.970

Fuente: Elaboración propia

Al multiplicar la ratio de nuestra industria, 7,94, por el valor del EBITDA de Target de \$6.741 millones, nos arroja un valor de la compañía o 'Enterprise Value' (EV) de **\$53.544** millones de dólares.

Luego, pasaremos a obtener el valor del capital, al restarle el valor de la deuda de Target, que ascendía a \$11.587 millones, y sumarle el del efectivo, que eran \$2.643 millones, a cada valor dentro de la matriz, los que representan los distintos rangos de valor de la firma. Según este

método, el **valor del capital asciende \$44.600** millones de dólares, tal como se observa en la siguiente matriz.

**Tabla 43- Cuadro de sensibilidad para el múltiplo EV/EBITDA, Equity**

VALOR DEL CAPITAL										
EV/EBITDA INDUSTRIA										
EBITDA TARGET		5,94x	6,44x	6,94x	7,44x	7,94x	8,44x	8,94x	9,44x	9,94x
	<b>\$5.741</b>	\$25.175	\$28.046	\$30.916	\$33.787	\$36.657	\$39.528	\$42.398	\$45.269	\$48.139
	<b>\$6.241</b>	\$28.147	\$31.267	\$34.388	\$37.508	\$40.629	\$43.749	\$46.870	\$49.990	\$53.111
	<b>\$6.741</b>	\$31.118	\$34.489	\$37.859	\$41.230	<b>\$44.600</b>	\$47.971	\$51.341	\$54.712	\$58.082
	<b>\$7.241</b>	\$34.090	\$37.710	\$41.331	\$44.951	\$48.572	\$52.192	\$55.813	\$59.433	\$63.054
	<b>\$7.741</b>	\$37.062	\$40.932	\$44.803	\$48.673	\$52.544	\$56.414	\$60.285	\$64.155	\$68.026

Cómo último paso para conocer el precio de la acción, procedemos a dividir el valor del capital obtenido previamente por la cantidad de acciones disponibles a la fecha de nuestra valuación, que ascendía a 556 millones. Eso nos arroja que la acción de Target sería de **\$80,19**.

**Tabla 44- Cuadro de sensibilidad para el múltiplo EV/EBITDA, Precio por acción**

PRECIO DE LA ACCIÓN										
EV/EBITDA INDUSTRIA										
EBITDA TARGET		5,94x	6,44x	6,94x	7,44x	7,94x	8,44x	8,94x	9,44x	9,94x
	<b>\$5.741</b>	\$45,27	\$50,43	\$55,59	\$60,75	\$65,91	\$71,07	\$76,23	\$81,40	\$86,56
	<b>\$6.241</b>	\$50,61	\$56,22	\$61,83	\$67,44	\$73,05	\$78,66	\$84,27	\$89,89	\$95,50
	<b>\$6.741</b>	\$55,95	\$62,01	\$68,07	\$74,13	<b>\$80,19</b>	\$86,25	\$92,31	\$98,38	\$104,44
	<b>\$7.241</b>	\$61,30	\$67,81	\$74,32	\$80,83	\$87,34	\$93,84	\$100,35	\$106,86	\$113,37
	<b>\$7.741</b>	\$66,64	\$73,60	\$80,56	\$87,52	\$94,48	\$101,44	\$108,39	\$115,35	\$122,31

Fuente: Elaboración propia

## EV/VENTAS

Siendo las ventas del ejercicio cerrado en enero 2018 \$71.879, tomaremos un rango de variación de entre \$69.879 y \$73.379. Además, al ser la mediana de la industria de 0,74, utilizaremos un rango de 0,24x a 1,24x.

Al multiplicar las ventas por el multiplicador del sector, resulta que el EV de Target sería de **\$52.831 millones**. Paso seguido, restamos el monto de la deuda y sumamos el de la caja, para

obtener el valor del capital de **\$43.877**. Una vez obtenido el equity, lo dividimos por la cantidad de acciones emitidas a la fecha de valuación, y obtenemos un valor de la acción de **\$78,91**.

**Tabla 45-Cuadro de sensibilidad para el múltiplo EV/VENTAS**

VALOR DE LA EMPRESA										
EV/VENTAS INDUSTRIA										
VENTAS TARGET		0,24x	0,36x	0,49x	0,61x	0,74x	0,86x	0,99x	1,11x	1,24x
	<b>\$69.879</b>	\$16.422	\$25.156	\$33.891	\$42.626	\$51.361	\$60.096	\$68.831	\$77.566	\$86.301
	<b>\$70.879</b>	\$16.657	\$25.516	\$34.376	\$43.236	\$52.096	\$60.956	\$69.816	\$78.676	\$87.536
	<b>\$71.879</b>	\$16.892	\$25.876	\$34.861	\$43.846	<b>\$52.831</b>	\$61.816	\$70.801	\$79.786	\$88.771
	<b>\$72.879</b>	\$17.127	\$26.236	\$35.346	\$44.456	\$53.566	\$62.676	\$71.786	\$80.896	\$90.006
	<b>\$73.879</b>	\$17.362	\$26.596	\$35.831	\$45.066	\$54.301	\$63.536	\$72.771	\$82.006	\$91.241
VALOR DEL CAPITAL										
EV/VENTAS INDUSTRIA										
VENTAS TARGET		0,24x	0,36x	0,49x	0,61x	0,74x	0,86x	0,99x	1,11x	1,24x
	<b>\$69.879</b>	\$7.478	\$16.212	\$24.947	\$33.682	\$42.417	\$51.152	\$59.887	\$68.622	\$77.357
	<b>\$70.879</b>	\$7.713	\$16.572	\$25.432	\$34.292	\$43.152	\$52.012	\$60.872	\$69.732	\$78.592
	<b>\$71.879</b>	\$7.948	\$16.932	\$25.917	\$34.902	<b>\$43.887</b>	\$52.872	\$61.857	\$70.842	\$79.827
	<b>\$72.879</b>	\$8.183	\$17.292	\$26.402	\$35.512	\$44.622	\$53.732	\$62.842	\$71.952	\$81.062
	<b>\$73.879</b>	\$8.418	\$17.652	\$26.887	\$36.122	\$45.357	\$54.592	\$63.827	\$73.062	\$82.297
PRECIO DE LA ACCIÓN										
EV/VENTAS INDUSTRIA										
VENTAS TARGET		0,24x	0,36x	0,49x	0,61x	0,74x	0,86x	0,99x	1,11x	1,24x
	<b>\$69.879</b>	\$13,45	\$29,15	\$44,86	\$60,56	\$76,27	\$91,97	\$107,68	\$123,39	\$139,09
	<b>\$70.879</b>	\$13,87	\$29,80	\$45,73	\$61,66	\$77,59	\$93,52	\$109,45	\$125,38	\$141,31
	<b>\$71.879</b>	\$14,29	\$30,45	\$46,60	\$62,76	<b>\$78,91</b>	\$95,07	\$111,22	\$127,38	\$143,53
	<b>\$72.879</b>	\$14,71	\$31,09	\$47,47	\$63,85	\$80,23	\$96,61	\$112,99	\$129,37	\$145,75
	<b>\$73.879</b>	\$15,14	\$31,74	\$48,34	\$64,95	\$81,55	\$98,16	\$114,76	\$131,37	\$147,97

Fuente: Elaboración propia

**PRICE/EARNINGS RATIO:**

Considerando que nuestra ganancia por acción para el ejercicio cerrado en enero 2018 fue de \$5,33, estimamos un rango de variación de entre \$3,33 y \$7,33 para construir la tabla de sensibilidad del multiplicador P/E. A su vez, siendo 15,69 la mediana de la ratio P/E para la industria, utilizaremos un rango que varíe entre 13,69x y 17,69x.

Si multiplicamos el EPS de \$5,33, por el valor de la mediana para la ratio P/E de nuestra industria, nos arroja un precio de la acción de **\$83,60** dólares.

**Tabla 46- Cuadro de sensibilidad para el múltiplo P/E**

		PRECIO DE LA ACCIÓN								
		P/E DE LA INDUSTRIA								
		13,69x	14,19x	14,69x	15,19x	15,69x	16,19x	16,69x	17,19x	17,69x
EPS TARGET	3,33	45,57	47,24	48,90	50,57	52,23	53,90	55,56	57,23	58,89
	4,33	59,26	61,42	63,59	65,75	67,92	70,08	72,25	74,41	76,58
	5,33	72,94	75,61	78,27	80,94	<b>83,60</b>	86,27	88,93	91,60	94,26
	6,33	86,63	89,79	92,96	96,12	99,29	102,45	105,62	108,78	111,95
	7,33	100,31	103,98	107,64	111,31	114,97	118,64	122,30	125,97	129,63

Fuente: Elaboración propia

## COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS

Mediante el método DCF, arribamos a que el precio de la acción debería ser de \$81,42. A su vez, al aplicar la metodología de múltiplos comparables, y aplicar los multiplicadores más utilizados para este tipo de empresa, los que son EV/EBITDA, EV/Ventas y P/E, obtuvimos también que la acción de Target debería estar costando entre \$78,91 y \$83,60.

**Tabla 47 - Comparación de los resultados obtenidos por ambos métodos**

Precio de mercado	Valuación			
	DCF	Múltiplos Comparables		
		EV/EBITDA	EV/VENTAS	P/E
74,90	\$103,04	\$80,19	\$78,91	\$83,60

Fuente: Elaboración propia



## GLOSARIO



**Acción:** Valor que representa una parte proporcional del capital social de una sociedad. Quien tiene acciones es propietario de una empresa en proporción a su participación.

**Accionista:** Es el titular de acciones, el copropietario de una empresa. El accionista es el último en cobrar en caso de liquidación de la compañía (después de los trabajadores, los acreedores y los propietarios de bonos u obligaciones).

**Acreedor:** Persona física o jurídica a quien se le adeuda dinero. El acreedor ostenta un derecho de cobro o de crédito contra un deudor.

**Activo:** Conjunto de sus bienes (inmuebles, mercaderías) y derechos de cobro (lo que le deben).

**Activo Corriente:** Bienes y derechos de la empresa que serán vendidos o consumidos a corto plazo, por lo que se transformarán en efectivo dentro del ejercicio económico. Permiten a las empresas el desarrollo de sus actividades cotidianas.

**Activos fijos:** Bienes y derechos de una empresa no destinados a la venta, sino a asegurar su funcionamiento y continuidad. Se caracterizan por su permanencia en la empresa durante un periodo largo, normalmente superior a doce meses y se amortizan durante toda la vida del bien.

**Activo financiero:** Valor que acredita la titularidad de determinados derechos económicos (acciones, dinero en efectivo, depósitos, valores de renta fija...).

**Activo libre de riesgo:** Activo financiero con un rendimiento conocido y cierto, emitido por una entidad sobre cuya capacidad para cumplir con sus obligaciones de pago no existen dudas. Tradicionalmente, el activo sin riesgo se asocia a la deuda pública a corto plazo emitida por los países desarrollados (por ejemplo, una Letra del Tesoro).

**Amortización:** Consiste en la devolución de la cantidad invertida a los tenedores de un valor. Aunque en determinados supuestos también pueden amortizarse acciones, este término es más habitual referido a renta fija: el emisor cancela su deuda con los inversores, bien mediante la devolución del capital en la fecha de vencimiento, o bien de forma anticipada. La amortización anticipada puede ser total o parcial, y la opción de realizarla puede corresponder al emisor o al inversor, según se establezca en las condiciones de la emisión.



**Análisis Financiero:** Evaluación de la viabilidad, la estabilidad y la rentabilidad de una empresa o proyecto. Lo realizan profesionales que preparan informes utilizando ratios que utilizan información extraída de estados financieros y otros informes.

**Apalancamiento financiero:** En términos generales, se refiere al efecto que el endeudamiento tiene sobre la rentabilidad.

**B Bajista:** En los mercados, este término indica que existen expectativas de caída en los precios o cotizaciones. De esta forma se crea una presión vendedora que contribuye a fortalecer la tendencia a la baja.

**Balance:** Documento contable que indica la situación económica y financiera de una sociedad a una fecha determinada. Está compuesto por dos partes que han de tener idéntico valor: el activo (conjunto de bienes y derechos) y el pasivo (recursos propios y ajenos con los que se financia el activo).

**Beneficio bruto:** Es el resultado de una sociedad (obtenido por diferencia entre ingresos y gastos), antes de restar las amortizaciones y los impuestos.

**Beneficio neto:** Es el resultado obtenido por una compañía, después de restar al total de ingresos todos los gastos (incluidos amortizaciones e impuestos).

**Beneficio por acción (BPA) o Earnings Per Share (EPS):** Ratio que relaciona el beneficio neto (después de intereses e impuestos) con el número de acciones en circulación. Indica la remuneración teórica que la empresa ofrece a las acciones ordinarias. Si se han producido ampliaciones de capital, será necesario aplicar un factor de ajuste.

**Beneficios no distribuidos:** Es la parte del resultado distribuible (después de impuestos) que no se reparte en forma de dividendos, sino que permanece en la empresa (generalmente se aplica a la constitución de reservas). La no distribución de beneficios responde a una decisión estratégica de la empresa (adoptada por la Junta General de accionistas), que puede estimar conveniente un aumento de los recursos propios.

**C Capex (Capital Expenditure):** Es el gasto que una empresa realiza en bienes de equipo y que provoca beneficios para una organización, ya sea por medio de la compra de nuevos activos fijos o por medio de un incremento en el valor de los activos fijos ya existentes. El Capex supone la caja que una empresa destina a mantener su inmovilizado en condiciones de producción y funcionamiento estables, que al mismo tiempo sirva para mantener un negocio en funcionamiento.

**Capital social:** Fondos propios de una sociedad que proceden de las aportaciones de los accionistas. La participación en el capital social de una empresa otorga a los inversores derechos en el reparto de beneficios, derechos de suscripción preferente en ampliaciones de capital y derechos de asistencia y voto en las juntas generales de accionistas.

**Capitalización bursátil:** Es el valor que el mercado atribuye a una empresa, expresado como producto del número de acciones emitidas por el precio de cotización de estas. La capitalización bursátil de un mercado es la suma de la capitalización de los valores que en él se negocian.

**CAPM (Capital Asset Pricing Model):** Modelo de valoración de activos financieros que permite estimar su rentabilidad esperada en función del riesgo sistemático.

**Cash-flow:** Ver flujo de caja.

**Coefficiente beta:** Compara la variabilidad del precio de un título en relación con la del mercado. Es el coeficiente de una recta de regresión entre la rentabilidad del título y la del mercado. Si vale 1, ambas rentabilidades se modifican de la misma manera. Si es inferior a 1, significa que las variaciones de precio son menores en el valor que en el mercado; y si es superior, indica que el precio del valor varía más deprisa que el mercado.

**Cupón:** Es el interés nominal que tienen derecho a percibir los titulares de un valor de renta fija; suele pagarse con carácter trimestral, semestral o, más frecuentemente, anual. Puede ser fijo (establecido para toda la vida de la emisión) o variable (ligado a la evolución de tipos de interés, índices bursátiles, etc.).

**D Depreciación:** Reducción del valor de un bien. En el caso de elementos físicos, suele deberse al paso del tiempo o a los efectos del uso (por ejemplo, la maquinaria de una fábrica).

**Dividendo:** Es la parte del beneficio social que se reparte entre los accionistas. Junto con las posibles plusvalías obtenidas por la revalorización, es la principal fuente de rentabilidad de las acciones, y constituye el derecho económico por excelencia de sus titulares. En ocasiones, la junta general puede estimar conveniente no proceder al reparto del dividendo.

**DCF (Discounted Cash Flows):** Método de flujo de fondos descontados, el cual es utilizado para valorar a un proyecto o a una compañía entera. Los métodos de DCF determinan el

valor actual de los flujos de fondos futuros descontándolos a una tasa que refleja el coste de capital aportado.

**E** **EBIT, Earnings Before Interest and Taxes o Beneficio Antes de Intereses e Impuestos:** Dato anual que indica la eficiencia operativa de la empresa y la capacidad de los activos para generar rentas. Como no se restan los intereses ni los impuestos, no muestra el efecto del endeudamiento sobre los resultados de la empresa.

**EBITDA o cash-flow operativo:** Resultado de explotación obtenido por una empresa antes de deducir los intereses, impuestos, provisiones y amortizaciones. Indica a los inversores la capacidad de la empresa para obtener resultados de su actividad (sin considerar el efecto de las cargas financieras).

**EBT, Earnings Before Taxes o Beneficio Antes de Impuestos:** Es el resultado obtenido por una compañía después de restar a los ingresos todos los gastos en que se ha incurrido, con excepción del impuesto de sociedades.

**Enterprise Value:** Es el valor de mercado de los activos de una empresa, es decir, el valor que tiene la compañía en su conjunto para los inversionistas, accionistas, proveedores y acreedores financieros. Es el precio que paga un accionista por todo un negocio, según el precio de mercado (en bolsa) de sus acciones, sumando las deudas y descontando los activos líquidos.

**Equity:** Capital de la compañía.

**F** **Flujo de caja:** Diferencia entre los cobros y pagos efectivamente realizados en un período de tiempo, como consecuencia de la actividad de una compañía (no coincide con los gastos e ingresos devengados, que pueden registrarse contablemente pero no siempre tienen un reflejo inmediato en la cuenta de tesorería). A esta entrada y salida de dinero también se le llama 'flujo de tesorería'.

**Flujo de caja libre:** Se obtiene restando al flujo de caja las inversiones necesarias para atender las necesidades operativas de la empresa, y constituye la liquidez efectiva de la misma.

**Fondo de maniobra:** También llamado capital circulante, es la parte del activo circulante que se financia con fondos a largo plazo. Es un dato positivo, en la medida en que indica que los activos líquidos de la empresa superan a las deudas que tiene a corto plazo. Puede calcularse como diferencia entre los recursos permanentes y el activo fijo de la empresa.

**I Información privilegiada:** Información que por su naturaleza puede afectar a la cotización de uno o varios valores, o al mercado en su conjunto, y que aún no ha sido objeto de publicidad o difusión. Aprovechar esta información en beneficio propio, por parte de las personas que debido a su trabajo o posición tienen acceso a la misma (insiders), constituye una práctica ilegal perseguida por las autoridades supervisoras de los mercados de valores. Una manera de obtener tal beneficio, por ejemplo, consiste en comprar o vender acciones de una empresa implicada en una fusión, antes de que el resto de los participantes del mercado conozcan la información y actúen en consecuencia.

**Inversor minorista:** Que invierte una cantidad de dinero para obtener ganancias.

**L Liquidez:** Cualidad de una inversión, por la cual es posible su transformación inmediata en efectivo. Para los valores cotizados, un buen grado de liquidez significa en general elevados volúmenes y frecuencias de contratación, y escasa diferencia entre los precios de compra y venta. Eso significa que se pueden comprar y vender valores, de forma instantánea, sin que el precio de la operación se vea afectado por ausencia de contrapartidas

**M Margen bruto:** Es la diferencia entre los ingresos por ventas obtenidos por una compañía y los costos directos de producción (es decir, sin incluir las amortizaciones ni los gastos financieros y comerciales). Normalmente se expresa como porcentaje sobre el total de las ventas; esta ratio es una medida de la eficiencia operativa de la empresa, ya que indica la rentabilidad neta de cada unidad monetaria facturada.

**Margen operativo:** Ratio que indica el porcentaje que supone el beneficio antes de intereses e impuestos (BAII) sobre el total de las ventas. A diferencia del margen bruto, tiene en cuenta todos los costos operativos, incluidas las amortizaciones (aunque igualmente excluye los gastos financieros).

**P Pasivo:** Término contable que define el conjunto de deudas y obligaciones pendientes de pago. Mientras el activo muestra en qué ha invertido una sociedad, el pasivo informa sobre el origen de los fondos para realizar dichas inversiones. El total del activo de una sociedad debe coincidir con el total del pasivo: los bienes y derechos deben sumar lo mismo que las obligaciones contraídas para obtenerlos.

**Pasivo circulante o corriente:** Parte del pasivo de una empresa que recoge las deudas exigibles a corto plazo, es decir, las que tendrán que ser atendidas en menos de un año (proveedores, acreedores comerciales, anticipos de clientes, Hacienda Pública, Seguridad Social, etc.).

**Prima de riesgo:** Es la mayor rentabilidad que un inversor exige a un activo, por aceptar el riesgo que incorpora con relación a los activos que se consideran libres de riesgo (generalmente, se emplea como referencia la deuda pública al plazo de la inversión). Por eso las emisiones de empresas privadas ofrecen tipos más altos que la deuda pública: cualquier emisor privado, por muy solvente que sea, conlleva un riesgo superior al del Estado. También para la inversión en acciones se exige mayor remuneración cuanto mayor sea el riesgo esperado (mayor prima de riesgo), en función de la coyuntura de los mercados.

**R**

**Ratios de endeudamiento:** Indican el peso que tienen los recursos ajenos en la financiación de la actividad empresarial. Muestran a los inversores el riesgo que tiene la empresa, por lo que se refiere a la posibilidad de hacer frente a sus deudas con los recursos de que dispone.

**Ratios de liquidez:** Miden la capacidad de una empresa para afrontar sus compromisos de pago a corto plazo.

**Ratios de rentabilidad:** Miden el rendimiento de una empresa, poniendo en relación los beneficios obtenidos con distintas magnitudes.

**Recompra de Acciones:** La recompra de acciones se produce cuando la empresa emisora paga a los accionistas el valor de mercado por acción y reabsorbe esa parte de su propiedad que anteriormente se distribuía entre los inversores públicos y privados. Así, puede comprarlas en el mercado abierto o directamente de sus accionistas. En las últimas décadas, las recompras de acciones han superado los dividendos como una forma preferida de devolver efectivo a los accionistas.

**Recursos ajenos:** Financiación de una empresa recibida de terceros. Según el plazo de exigibilidad, se clasifican en deudas a corto plazo (las que deberán ser atendidas en menos de un año) y deudas a medio y largo plazo (más de doce meses).

**Recursos propios:** Son los aportados por los propietarios o accionistas, los generados por la actividad de la empresa que no han sido repartidos y los aportados por terceros sin exigencia de devolución. En términos contables, comprenden el capital social, las reservas, los resultados pendientes de aplicación y las subvenciones en capital no reintegrables.

**Rendimiento:** Resultado de una inversión, que comprende la suma de los intereses o dividendos obtenidos más la revalorización o depreciación experimentada por su precio en mercado. Si la depreciación es significativa puede registrarse un rendimiento negativo.

**Riesgo sistemático:** También llamado riesgo de mercado, no se debe a las características concretas de un valor, sino que depende de factores genéricos que afectan a la evolución de los precios en los mercados de valores (situación económica general, noticias de índole política, etc.). Este riesgo no puede controlarse ni reducirse mediante la diversificación, ya que se debe a factores que repercuten sobre el mercado en su conjunto (en general, se considera que es el mínimo riesgo alcanzable mediante la diversificación de la cartera). Se denomina riesgo de mercado porque constituye el indicador del riesgo agregado de todas las compañías que en él cotizan, referido a un periodo de tiempo determinado.

**ROA (Return on Assets):** Ratio que indica la rentabilidad de una empresa en relación con su activo total; indica el rendimiento que se está obteniendo de los activos. Se calcula dividiendo el beneficio neto entre el activo total.

**ROE (Return on Equity):** Ratio que indica la relación entre el beneficio neto obtenido por la sociedad y sus recursos propios, ofreciendo una medida de la rentabilidad que ofrecen los propietarios de la empresa, es decir, sus accionistas.

**T**

**Tasa de descuento:** Tipo de interés que se utiliza para calcular el valor actual de los flujos de fondos que se obtendrán en el futuro. Cuanto mayor es la tasa de descuento, menor es el valor actual.

**Tasa de interés:** Es el precio del dinero, es decir, lo que debe pagar el deudor al acreedor por disponer de un capital durante un periodo determinado (en un préstamo, crédito o cualquier otra obligación financiera). Suele expresarse como tasa porcentual anual.

**Tasa de interés libre de riesgo:** Es el que ofrecen los activos que se consideran virtualmente libres de riesgo; normalmente, se atribuye tal cualidad a la deuda pública en sus distintos plazos.

**Tasa interna de rentabilidad, TIR:** Es el tipo de interés al que se descuentan los flujos futuros de cobros y pagos previstos en una inversión, para igualarlos con el valor inicial de la misma (obteniéndose un Valor actual neto igual a 0). Indica la rentabilidad de la inversión, es decir, el tipo al que resulta indiferente disponer del capital en el momento actual, o diferir su disponibilidad hasta las fechas de cobro previstas.

**Tendencia:** Es el sentido (positivo o negativo) en el que se mueven los precios de los activos analizados. Se produce como consecuencia de los desequilibrios entre oferta y demanda: cuando la demanda supera a la oferta, los precios tienden a subir y se habla de tendencia alcista. Por el contrario, si hay más oferta que demanda la tendencia es bajista.

**V**

**Valor actual neto de una inversión, VAN:** Es el valor que tendrían en el momento actual todos los cobros y pagos que se prevé que genere en el futuro un determinado activo financiero. Para 'traer' o descontar esos flujos, en general se emplea un tipo de interés apropiado al riesgo y al horizonte temporal de dicho activo, bajo la hipótesis de que se mantendrá sin cambios durante toda la vida de la inversión (esta premisa suele emplearse por simplicidad operativa).

**Valor terminal:** El periodo de estimación de flujos de caja a descontar que se suele considerar rara vez supera los diez años. Esto se debe a la dificultad de estimar de forma medianamente precisa el futuro. Sin embargo, la vida de una empresa suele ir mucho más allá de este periodo, por lo que se requiere otorgar un valor a la empresa más allá de este periodo. Para ello, se incluye el valor terminal de la empresa.



Universidad de  
San Andrés

## FUENTES CONSULTADAS

### Libros

- BRUNS, W. 2004. *Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis*. Cambridge (MA): Harvard Business School.
- DAMODARAN, A. 2006. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, 2da edición*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- DAMODARAN, A. 2011. *The Little book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit, 1ra edición*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Fernández, P. 2007. *120 errores en valoración de empresas*. IESE Business School.

### Papers e Informes

- CBRE: United States Commercial Real Estate Services. 2017. *¿Cierre de centros comerciales en Estados Unidos, existen motivos de alarma en España?* España. [https://www.modaes.es/files/000\\_2016/0003centrorecursos/mercadoinmobiliario/2017-cbre-cierre-de-centros-comerciales-en-eeuu-existen-motivos-de-alarma-en-espana.PDF](https://www.modaes.es/files/000_2016/0003centrorecursos/mercadoinmobiliario/2017-cbre-cierre-de-centros-comerciales-en-eeuu-existen-motivos-de-alarma-en-espana.PDF)
- Credit Suisse. 2017. *Domestic Comercio minorista Store Closings at Record Pace*. Estados Unidos, Equity Research Comercio minorista ing. <https://plus.credit-suisse.com/rpc4/ravDocView?docid=V698YL2AF-WEIY95>
- Forbes. 2018. *Global 2000: World's Best Employers*. <https://www.forbes.com/world-best-employers/list/>
- Forbes. 2018. *The World's Most Valuable Brands*. <https://www.forbes.com/powerful-brands/list/>
- Zebra. 2017. *Redefiniendo Comercio minorista: Estudio sobre la industria del comercio minorista 2017. Llevando la automatización y personalización al próximo nivel*. [https://www.zebra.com/content/dam/zebranewia/en-us/solutions-verticals/vertical-solutions/comercio minorista /vision-study/comercio minorista -vision-study-2017-es-la.pdf](https://www.zebra.com/content/dam/zebranewia/en-us/solutions-verticals/vertical-solutions/comercio%20minorista/vision-study/comercio%20minorista-vision-study-2017-es-la.pdf)



## Reportes

- Target, reportes anuales: [http://investors.target.com/phoenix.zhtml?c=65828&p=irol-reportsAnnual&utm\\_source=PrintAnnualReport&utm\\_medium=print&utm\\_campaign=TargetAnnualReport&ref=sr\\_shorturl\\_annualreport](http://investors.target.com/phoenix.zhtml?c=65828&p=irol-reportsAnnual&utm_source=PrintAnnualReport&utm_medium=print&utm_campaign=TargetAnnualReport&ref=sr_shorturl_annualreport)
- Target, Investors: [http://investors.target.com/phoenix.zhtml?c=65828&p=irol-IRHome&\\_ga=2.90500442.1362616787.1532487070-1031602029.1532487070](http://investors.target.com/phoenix.zhtml?c=65828&p=irol-IRHome&_ga=2.90500442.1362616787.1532487070-1031602029.1532487070)

## Sitios web consultados:

- DAMODARAN, A. Betas by Sector (US), Prof Damodaran: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
- Investopedia: CAPM <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>
- Rankia: Método DCF <https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde-cero/3170748-valorando-empresa-por-descuento-flujos-caja-dfc>
- Reuters: Target Corp <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/TGT.N>
- Yahoo Finance: Target Corp <https://finance.yahoo.com/quote/TGT/>