



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

Trabajo Final de Graduación
Valuación de Target Corporation

Autora: María Sol Testa
DNI: 34.870.826
Mentor: Alejandro E. Loizaga

Ciudad de Buenos Aires, Julio 2020

Resumen Ejecutivo	4
Descripción de la Empresa Target Corporation	6
Descripción de la Acción de Target Corporation (TGT)	10
Análisis de la Industria del Comercio Minorista	13
Posición Competitiva de Target Corporation en su Industria	16
Análisis de las Ventas de Target Corporation	20
a. Evolución de los Locales de Target Corporation	20
b. Evolución de las Ventas en los Mismos Locales (Same Store Sales)	21
c. Evolución de las Ventas por Pie Cuadrado	23
Análisis Financiero de Target Corporation	25
a. Análisis Porcentual del Estado de Resultados	25
b. Evolución de los Ingresos y la Ganancia Bruta	26
c. Análisis Porcentual de los Estados Financieros	27
d. Análisis de Ratios de Rentabilidad	31
e. Análisis de la fórmula DuPont	32
f. Ratios de Eficiencia	33
g. Capital de Trabajo	33
h. Ratios Crediticios	36
Valuación de Target Corporation por Flujo de Fondos Descontados	38
a. Factores que Afectan el Crecimiento de Ventas	39
b. Proyección de Ventas Futuras	42
c. Margen Operativo	46
d. Inversiones de Capital	47
e. Amortizaciones y Depreciaciones	50
f. Capital de Trabajo	52
g. Cálculo del Valor Terminal de la Firma	53
h. Cálculo del Flujo de Fondos	54
i. Cálculo de la Tasa de Descuento (WACC)	55
j. Valuación de la Compañía – Escenario Base	59

k. Valuación de la Compañía – Escenarios Alternativos	60
l. Valuación de la Compañía – Análisis de los Resultados Obtenidos	64
Valuación de la Compañía por Múltiplos Comparables	65
Glosario	70
Bibliografía	72
Anexo: Evolución histórica del PBI Estados Unidos versus Ventas de Target	74



El presente trabajo de graduación se pone por objetivo valuar la compañía Target Corporation (en adelante, Target) mediante el descuento de su flujo de fondos proyectados (método DCF, por sus siglas en inglés, Discounted Cash Flow), a la fecha 1 de febrero de 2020, fecha en la que la compañía cerró sus últimos estados financieros anuales y mediante el cálculo de múltiplos comparables, comparando los principales indicadores financieros de Target versus las compañías comparables que operan también en los Estados Unidos. Luego, se compararán los resultados obtenidos con el valor de mercado de la empresa, para determinar una recomendación de compra, venta o mantenimiento de la acción de Target.

La valuación de una compañía es fundamental a la hora de decidir si comprar, mantener, o vender acciones de la empresa bajo análisis. La valuación por descuento de flujos proyectados es particularmente útil para este propósito, porque proyecta la expectativa de rendimiento de la empresa, y de esta forma, según el análisis propio del analista de las principales variables que hacen a los resultados de la compañía, podemos conocer cuanto a nuestro criterio debería valer la acción de Target. Comparando nuestro precio estimado, versus el precio de mercado, se puede hacer una aproximación de la ganancia esperada por revalorización del activo, en caso de que nuestras estimaciones estén en lo correcto.

Para realizar una valuación por múltiplos comparables el analista identifica cuales son las empresas comparables que deberían analizarse para valuar Target, se busca la información de valor de las acciones, resultados obtenidos, ventas, EBITDA, y se elaboran ratios, que luego se comparan con los propios ratios e indicadores de Target, para establecer según parámetros de mercado, cuál de las acciones está subvaluada o sobrevaluada, analizando las empresas comparables. Luego también se analizan otros indicadores de rentabilidad y de manejo de activos de cada compañía, para complementar la información reflejada por los múltiplos y entender según la optimización de recursos y resultados alcanzados, cuál de las compañías deberían valer más o menos que sus comparables. La valuación por múltiplos nos permitirá tener una metodología alternativa para comprender si la valuación alcanzada por descuento de flujos proyectados se condice con los valores de mercado que permiten estimar de otra forma la valuación de la empresa.

Para conocer en profundidad la empresa bajo análisis, analizaremos los resultados que tuvo en los últimos años, su estructura patrimonial, sus fuentes de financiamiento y entenderemos cuales son

los principales desafíos que enfrenta la empresa para mantener su cuota de mercado y su rentabilidad. Analizaremos también como es la distribución de dividendos, el manejo de inventarios, la logística y la estrategia de apertura y remodelación de locales.

En el primer ejercicio, se proyectarán los flujos de fondos de la empresa a 5 años, teniendo en cuenta la expectativa de crecimiento de ventas, la potencial evolución de su margen operativo, las inversiones de capital previstas, y la variación de capital de trabajo y su deuda y caja disponible. Dado que el futuro es incierto, y no podemos saber cuál será el desempeño de la firma, elaboraremos tres diferente escenarios, uno neutral, uno pesimista y uno optimista, y tendremos en cuenta la variación de los resultados en cada uno de los escenarios, para poder comprender también cual es la sensibilidad de la rentabilidad y valor de la compañía frente a los diferentes supuestos.

En el segundo ejercicio, analizaremos ratios que se utilizan comúnmente en la industria del retail para estimar el valor de la empresa, y compararla con el valor de otras empresas del rubro, como puede ser Walmart Inc., Costco Wholesale Corp., The Kroger Co. Los múltiplos que se analizarán son: EV/EBITDA y EV/Ventas, y también se analizarán los márgenes y resultados comparables de la compañía con otras empresas del sector.

En este trabajo también estudiaremos la industria en donde opera la compañía, cuáles son las tendencias en esta industria en el mundo y particularmente en Estados Unidos, cuáles son los principales competidores, y como la tecnología y las ventas digitales están reinventando la industria del retail.

Descripción de la Empresa Target Corporation

Target es la quinta empresa más grande de venta retail de Estados Unidos, con ventas por más de USD 78.000 millones anuales y 1.868 locales. La compañía forma parte del índice S&P 500, y sus acciones cotizan en bolsa desde 1967.

La empresa fue fundada por George Dayton en 1902 en Minneapolis, Minnesota, Estados Unidos y su primer nombre fue Goodfellow Dry Goods. Originalmente se denominó Target a un tipo de tienda de la compañía Goodfellow Dry Goods. Se trataba de tiendas con ofertas y precios bajos, por lo que se usó un nombre diferente, una decisión del equipo de marketing para no afectar negativamente a la marca de Goodfellow Dry Goods. La primera tienda Target abrió sus puertas 1962 en Minnesota. En la década de 1970 esta nueva división pasó a ser la más rentable de la compañía, por lo que, a partir de 1980, se expandieron los locales bajo esta denominación por todo el país de Estados Unidos. La compañía finalmente adoptó el nombre Target Corporation en el año 2000.

La principal competidora de la firma es la compañía Walmart Corporation, la empresa más grande de retail del mundo con más de 11.500 locales. Todos los locales de Target se encuentran ubicados en Estados Unidos, a diferencia de Walmart, que también opera en Asia, Europa, America del Sur y África. Target intentó expandir su negocio a el país vecino de Canadá en 2012, pero tuvo que anunciar su retirada en 2014, cuando las ventas no alcanzaron las proyecciones esperadas. Existen locales bajo la marca de Target en Australia, pero no tienen ningún vínculo con Target Corporation.

Si bien Target cuenta con presencia en todos los estados de Estados Unidos, su presencia más fuerte se da en California (15% de los locales), Texas (8% de los locales) y Florida (6% de los locales).

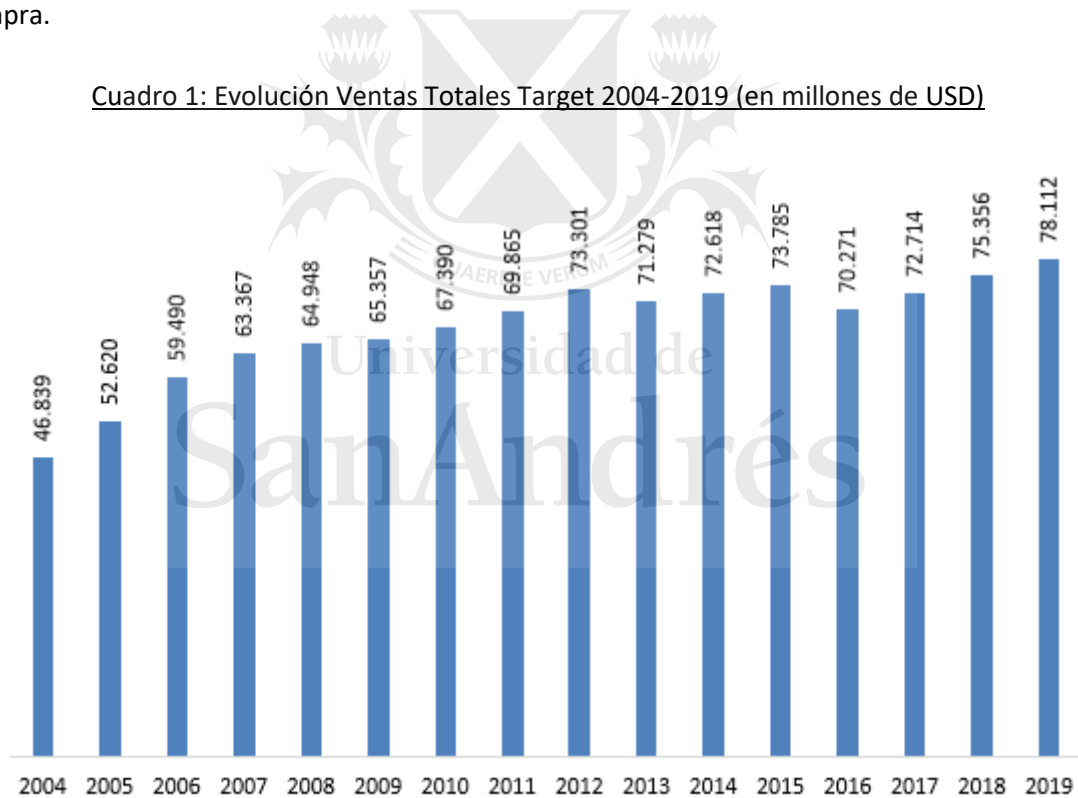
Target emplea a aproximadamente 368.000 personas (incluyendo empleados a tiempo completo, part time y de temporada). Posee dos formatos de tiendas, las grandes, de alrededor de 130.000 pies cuadrados, donde ofrecen todos los productos que se encuentran en un supermercado y las chicas, de menos de 40.000 pies cuadrados, donde se venden productos seleccionados. Target posee 42 centros de distribución desde los cuales distribuye mercadería a todos sus locales.

Target ofrece a sus clientes artículos de uso diario y de moda a precios reducidos. El lema de la compañía desde 1994 es "Expect More, Pay Less", lo que se traduciría en algo como "Espera más,

Paga menos”. En este sentido, la compañía tiene una estrategia que combina el ofrecer precios bajos, pero a la vez productos diferenciados. La propuesta de Target apunta a que muchos de los productos vendidos solamente se puedan adquirir en Target. Así, Target busca también diferenciarse de sus rivales por contar con una gran cantidad de marcas propias. Alrededor de un 30% de los productos vendidos son marcas propias o exclusivas. Además de contar con productos que sólo se pueden obtener en un Target, la venta de marcas propias conlleva mayores márgenes.

Target cuenta con otras fuentes de ingresos, además de la venta de sus productos como ser los servicios que ofrecen dentro de sus locales, como Target Café, y sus espacios dentro de locales rentados a otras empresas, como ser Starbucks, CVS Pharmacy y Target Opticals, por los que percibe arrendamientos, y a su vez, ofrece una experiencia de consumo más satisfactoria, porque las personas que acuden a sus locales, pueden satisfacer otras de sus necesidades al mismo tiempo, como ir a la farmacia, al oculista, o simplemente tomarse un café antes o después de la compra.

Cuadro 1: Evolución Ventas Totales Target 2004-2019 (en millones de USD)



Fuente: Capital IQ, Estados Financieros Target Corporation y elaboración propia.

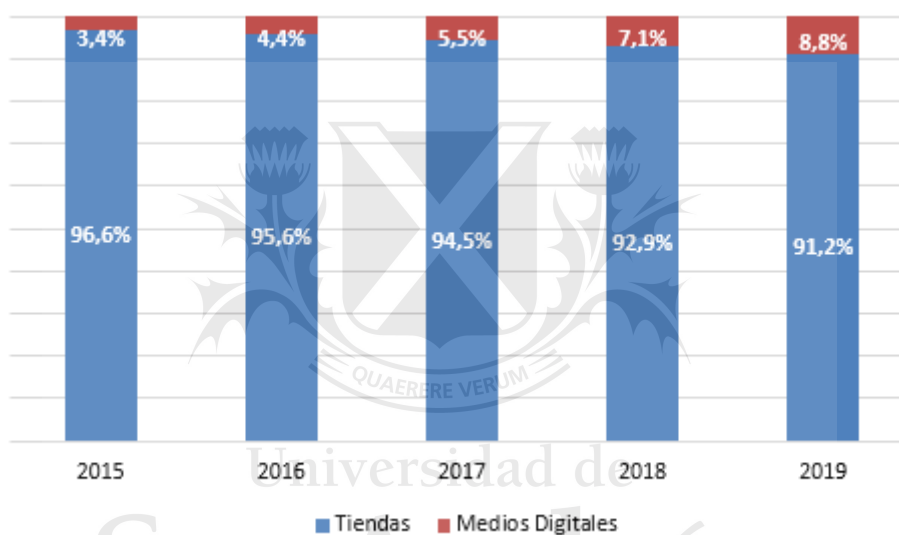
La compañía enfrenta dos grandes desafíos:

- 1) Expandir su mercado digital, compitiendo con empresas como Amazon, y con el segmento digital de Walmart, entre otras.

- 2) Mantener el atractivo de sus locales físicos, buscando mantener el interés de sus clientes de visitar sus locales, que no sea un proceso rutinario, sino que visitar los locales de Target sea una experiencia placentera.

En sus canales digitales, Target ofrece los mismos productos que se pueden conseguir en las tiendas, y a su vez, productos exclusivos de venta en la tienda digital, para potenciar la oferta virtual, y para generar que más clientes opten por compras por este medio. En el cuadro 2 a continuación, se observa que Target está logrando captar más ventas por su canal digital, creciendo a un ritmo del 30% anual en este tipo de ventas desde 2015.

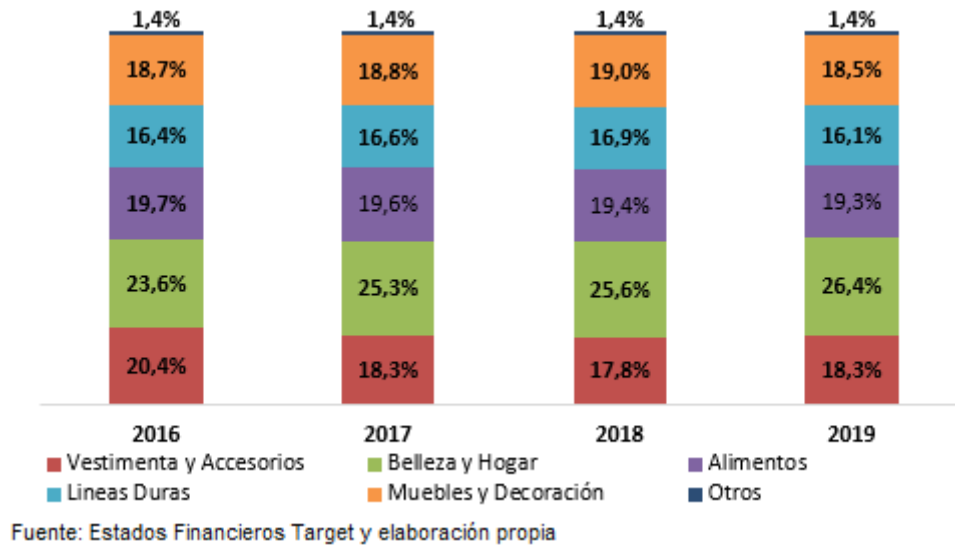
Cuadro 2: Evolución de la Proporción de Ventas por Medios Digitales y en Tiendas



Fuente: Estados Financieros Target Corporation

Los productos ofrecidos por Target se pueden definir en cinco líneas de negocio principales: vestimentas y accesorios, muebles y decoración, alimentos, belleza y hogar, líneas duras. En el cuadro 3 a continuación, se observa la evolución de las ventas de cada uno de estos segmentos en los últimos años de operación de la compañía.

Cuadro 3: Evolución de las Ventas por Segmento 2016-2019



Target cuenta con tarjetas de crédito y de débito y otro de los elementos de la compañía para fidelizar a sus clientes, a las que denomina Target RedCards. Algunos de los beneficios de estas tarjetas son descuentos del 5% en las compras, y envíos gratis. Se estima que más del 20% de las ventas de Target se pagan con tarjetas Target RedCards. A su vez, desde octubre 2019 la empresa cuenta con un sistemas de membresías denominado Target Circle, que permite que el 1% de todo lo gastado por los miembros de la membresía, les sea devuelto en forma de beneficio para compras futuras, salvo cuando se pague con tarjetas Target RedCard, ya que el beneficio no es acumulativo. Para demostrar que el cliente forma parte de Target Circle, sólo tiene que mostrar el Target Wallet, una aplicación de Target para celulares, o ingresando el número de teléfono ingresado en el sistema de membresías.

Target informó que la edad media de sus compradores es de 40 años, que alrededor del 43% de los clientes tienen hijos, y que el ingreso medio de los hogares de los compradores es de USD 64.000 por año. Se estima que alrededor del 57% de los clientes tiene educación universitaria completa.

Descripción de la Acción de Target Corporation (TGT)

La compañía cotiza en la bolsa de Nueva York (NYSE, por las siglas New York Stock Exchange en inglés), con el símbolo de cotización TGT. Al cierre de los últimos estados financieros anuales de la compañía, la compañía contaba con 504.200.000 acciones.

La compañía distribuye dividendos de forma trimestral. En los últimos dos años, los dividendos trimestrales rondaron los USD 0,60 por acción, lo que representa alrededor del 40% del resultado neto por acción alcanzado en cada trimestre, y un retorno por dividendos anuales (en inglés dividend yield) equivalente a 2,17% el precio de la acción a la fecha de cierre de los últimos estados anuales de la compañía (USD 110,74 por acción).

En septiembre de 2016, el directorio de Target aprobó un programa de recompra de acciones, por hasta USD 5.000 millones. Luego, en septiembre de 2019, el directorio aprobó un segundo programa de recompra de acciones, por hasta otros USD 5.000 millones. Este programa no tiene una fecha de vencimiento, sino que la compañía va comprando acciones en la medida que considera adecuado. Al cierre de los últimos estados financieros anuales, en febrero de 2020, la compañía reportó que bajo el primer programa de recompra, se recompraron del mercado 64,5 millones de acciones, a un precio promedio de USD 75,55 por acción, empleando en total USD 4.900 millones.

Entendemos que la decisión de recompra de acciones de Target tiene por objetivo mejorar la rentabilidad del accionista de la empresa, ya que, al reducirse la cantidad de acciones disponibles, la caja disponible al final de cada año puede distribuirse entre menos manos. En general, la recompra de acciones lleva aparejada la mejora de los ratios financieros de la empresa, medido desde la mirada del accionista. La realidad es que tanto apoyándose en sus proveedores, como accediendo al mercado financiero, Target a febrero de 2020 es una empresa con capacidad de apalancarse con deuda de bajo costo (como veremos en el capítulo dedicado a las fuentes de financiamiento de la compañía) por lo que recomprar acciones en el mercado abierto no significa restringir la disponibilidad de caja de la empresa para realizar nuevas inversiones.

A su vez, la decisión de recompra de acciones es una señal de que el directorio considera que las acciones en el mercado están a un precio por debajo o igual a su valor intrínseco, ya que, si consideraran que las acciones están sobrevaluadas, el incentivo a recomprarlas sería muy bajo. Por lo general, la decisión de la compañías de recomprar sus propias acciones da en el mercado una señal positiva respecto del valor de dichas acciones.

Para analizar la rentabilidad del accionista de Target en los últimos 6 años, comparamos el rendimiento de la acción con el rendimiento de otros activos financieros, tomando como base un reporte incorporado en los últimos estados financieros anuales de Target.

En este reporte se compara la rentabilidad de la acción de Target contra el índice S&P 500. El índice S&P 500 está compuesto por las acciones de 500 grandes empresas que cotizan en la bolsa de Nueva York (NYSE), y en la bolsa NASDAQ, y que se considera el más representativo del resultado del mercado bursátil de Estados Unidos. El índice S&P posee acciones de empresas de diferentes industrias, y captura el 80% de la capitalización de dicho país.

En el reporte también se compara el rendimiento de la acción de Target contra un índice formado por un grupo de acciones de referencia (“peer group”, en inglés) que por sus características se pueden comparar con la acción de Target. Este grupo de acciones de referencia incluye acciones de 16 empresas, que venden también en formato digital, y o son grandes tiendas departamentales, o son vendedores minoristas especializados, o son vendedores minoristas generalistas. Algunas de las empresas que forman parte de este grupo de referencia son Walgreens Boots Alliance Inc., Walmart Inc., Amazon.com y Inc., Best Buy Co.

Para hacer comparables los rendimientos de estos tres grupos, se asume la reinversión de todos los dividendos generados durante cada período.

Cuadro 4: Evolución del precio de las acciones de Target versus el índice S&P 500 y una cartera de acciones comparables

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Rentabilidad Acum.	CAGR
Acción Target	100	101,21	91,94	109,76	110,65	177,66	78%	10,05%
Índice S&P	100	99,33	120,06	147,48	147,4	179,17	79%	10,21%
Grupo Comparable Acciones	100	109,53	121,71	175,63	183,05	222,19	122%	14,23%

Fuente: Estados Financieros Target Corporation y elaboración propia.

En el cuadro 4 se compara el rendimiento obtenido por un accionista que invirtió en 2014 en acciones de Target, versus el que decidió en el mismo momento invertir en el índice S&P, versus quien invirtió en la canasta de acciones comparables. Si bien la acción de Target obtuvo en los 6 años un rendimiento similar al índice S&P, de casi 80%, estuvo muy por debajo de la rentabilidad obtenida por el grupo de acciones comparable. Los años bajo análisis fueron muy buenos para el consumo en Estados Unidos, y para el desarrollo de negocios retail, es por esto por lo que el grupo comparable creció más que el índice S&P. El desafío de Target es en los próximos años nivelar el crecimiento de su rentabilidad versus el grupo comparable (que, si se analiza año a año,

se observa que, en los últimos dos años, la rentabilidad de Target creció más que dicho grupo, un gran logro para la firma.)

Por último, analizamos la evolución del precio de la acción de Target en los últimos años, en el cuadro 5, y observamos que el precio de la acción creció más de un 100% entre julio 2017 y la fecha de emisión de los últimos estados financieros de la compañía en febrero 2020, demostrando que los accionistas de la compañía están satisfechos con las medidas estratégicas anunciadas por la compañía en marzo de 2017. Estas medidas ponen en el centro de la compañía a los locales de la firma, y a la experiencia del cliente que los visita, y a su vez hace foco en crecer en ventas digitales, y en mejorar los tiempos y tipos de entregas ofrecidas por Target (las medidas tomadas se detallarán en el siguiente capítulo de este trabajo).

Si bien el incremento del valor de mercado de la acción indica que la empresa se valorizó, y que los accionistas están satisfechos con su desempeño, para alguien que aún no posee la acción, es un llamado de atención, ya que luego de que la acción haya crecido tan fuertemente, hay que tener argumentos sólidos para creer que aún hay una potencial ganancia por una revalorización de la acción a valores incluso más altos que los de mercado.

Cuadro 5: Evolución del Precio de la Acción de Target (en USD)



Fuente: Yahoo Finance

Análisis de la Industria del Comercio Minorista

Target pertenece a la industria del retail, también denominada industria de venta minorista. El objetivo de las empresas que forman parte de esta industria es vender una gran cantidad de productos y servicios a consumidores finales. Se busca ganar por el volumen de venta, por la diferenciación del producto ofrecido, por ofrecer más y mejores servicios al consumidor y por los precios reducidos. Se trata de una industria muy competitiva, y de márgenes bajos.

Se consideran parte de la industria del retail a supermercados, tiendas por departamentos, tiendas de ventas digitales (que pueden o no contar con locales también), casas de venta de artículos para el hogar, farmacias, ferreterías, tiendas de tecnología, etcétera. Las empresas que operan en esta industria tienen que buscar satisfacer las necesidades de clientes de todas las edades, con distintos niveles de poder adquisitivo y con distintos patrones de consumo. La clave de esta industria es que se ofrecen una gran cantidad de productos y servicios, y se cuenta con una gran cantidad de locales, por lo que la logística y el servicio al cliente son factores determinantes del éxito.

En Estados Unidos, único país donde opera Target, la competencia es muy fuerte, y también es muy elevado el nivel de consumo de la población. La empresa más grande de retail del mundo es estadounidense (Walmart).

En la última década, la industria del retail está experimentando una gran transformación, la más desafiante de su historia, ya que cada vez más el canal digital va ganando terreno entre los compradores minoristas, y las empresas que siempre pensaron en términos de cantidad de locales y pies cuadrados de venta, deben reconvertirse para llegar a sus clientes de una forma diferente, y buscar diferenciarse desde sus plataformas digitales. Por otro lado, la posibilidad de conocer mejor a sus clientes, a través de sus consumos por plataformas digitales, permite que las empresas cuenten con una gran cantidad de información nueva sobre los gustos, frecuencia y tipo de consumo, lo que le permite aprovechar el análisis de grandes volúmenes de información recabada sobre los clientes para ofrecer experiencias superadoras.

El departamento de comercio de Estados Unidos reportó que en 2019 las ventas digitales en el país representaron el 16% de las ventas retail del año¹, creciendo un 14,8% año a año (entre 2018 y 2019, las ventas retail en locales crecieron apenas un 1,9%). Un tercio de las ventas digitales de 2019 fueron hechas por Amazon. Esto denota que Target en 2020 no debe únicamente competir

¹ <https://www.digitalcommerce360.com/article/us-ecommerce-sales>

con empresas como Walmart o Costco, sino que tiene que mirar a las empresas que operan principalmente por medios digitales como competidores directos, y buscar velozmente nivelar los productos y experiencias ofrecidas por canales digitales, para competir con empresas que desde un principio se desarrollaron para vender de forma digital. De acuerdo con estudios realizados por la consultora Deloitte², la próxima revolución en las ventas digitales vendrá de la mano del desarrollo de la tecnología 5G en Estados Unidos, ya que esta tecnología permite transferir datos a una velocidad hasta tres veces más rápida, lo que permitirá el intercambio de información entre el cliente y el retail todavía más veloz, y permitirá el desarrollo de aplicaciones de ventas con más prestaciones para el usuario. Si bien esta tecnología se estima que estará disponible en 2021, las empresas interesadas en diferenciarse en sus canales virtuales deberían estar en 2020 haciendo sus máximos esfuerzos por desarrollar sus nuevas plataformas para optimizar la experiencia 5G.

El desarrollo de los locales de las cadenas retail también está vinculado a la venta en línea, ya que las tiendas juegan un rol crucial en las cadenas de distribución de las ventas digitales. El espacio de almacenamiento, y contar con equipos adecuados para el armado de los pedidos a ser entregados son vitales para el crecimiento de las ventas digitales.

La feroz competencia de la industria de venta minorista en Estados Unidos hace que, incluso sólo para mantener el nivel de ventas, se requieren constantes inversiones en mejorar la conveniencia para los clientes. La conveniencia se refiere a la cercanía a la vivienda del comprador, los tiempos de entrega, la experiencia de consumo ofrecida, la estética de los locales, la oferta de servicios complementarios y la cobertura de la mayor cantidad de necesidades del usuario en un mismo lugar. Los consumidores estadounidenses están acostumbrados a un nivel de atención y de experiencia de consumo alto, que implica un gran esfuerzo en inversiones y en servicio al cliente para el retail.

Aun cuando los locales siguen siendo vitales para el desarrollo de la industria retail, incluso para sostener las ventas digitales, ya que gran parte de las ventas digitales de locales retail se preparan en los mismos locales, en Estados Unidos en 2019 se reportaron 9.300 cierres de locales retail, de acuerdo con un estudio de Business Insider³, por encima del récord de 8.000 locales cerrados en 2017. Más de la mitad de los locales que cerraron se dedicaban a la venta de indumentaria. Algunas de las empresas destacables que cerraron locales de forma masiva en 2019 fueron: GAP, Forever 21, Walgreens, Sears, CVS, entre otras. Entre las causales que generaron el cierre de estos

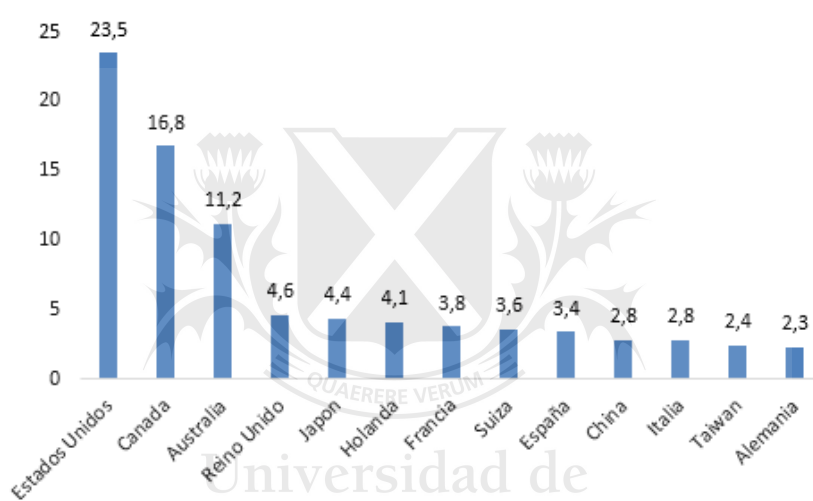
² <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/consumer-business/us-retail-industry-outlook-2020-final-100720.pdf>

³ <https://www.businessinsider.com/stores-closing-in-2019-list-2019-3>

locales se puede mencionar la declaración de bancarrota de alguna de las firmas, y la decisión de otras de reconvertir sus estructuras de costos, buscando la eficiencia financiera, y la reconversión a empresas con más presencia virtual, y menos locales físicos. De acuerdo con estudios de UBS⁴, otros 75.000 locales podrían cerrar entre 2020 y 2026 en Estados Unidos, principalmente debido al crecimiento de las ventas digitales por sobre las físicas, ya que se proyecta que para 2026 el 25% de las ventas se generen a través de medios digitales.

Para analizar la industria del retail en Estados Unidos, también es relevante mirar la oferta de comercios retail en este país por persona versus los demás países del mundo.

Cuadro 6: Pies Cuadrados de Retail per Cápita por País



Fuente: Statista (informe octubre 2018) y elaboración propia

Como se observa en el cuadro 6, el mercado de Estados Unidos es el de mayor presencia de pies cuadrados de comercio retail per cápita, seguido por Canadá y Australia. Si bien este análisis tiene un sesgo dado por el tamaño de los locales en cada país, ya que puede que, en Estados Unidos, en Canadá y en Australia por un costo menor de la tierra, y por una menor densidad poblacional, los locales tengan un tamaño mayor que en China o en Suiza, lo cierto es que en Estados Unidos es en el país que más pies cuadrados se destinan a comercios retail, y esto puede ser una indicación de la saturación y sobreoferta del mercado. Incluso con el segundo país de la lista (Canadá), la diferencia es de casi un 30% más.

⁴ <https://www.forbes.com/sites/pamdanziger/2019/04/10/retail-downsizing-will-accelerate-as-75000-stores-will-be-forced-to-close-by-2026/#6c2f4d5a339e>

Posición Competitiva de Target Corporation en su Industria

Para entender la posición competitiva de Target, se analiza el ranking Fortune 500⁵ elaborado en 2020, con la información financiera reportada por las compañías estadounidenses en 2019. El ranking Fortune 500 lista año a año a las 500 empresas de Estados Unidos más grandes, ordenándolas según su facturación. Target ocupa el puesto 37 en dicha lista, y es la quinta empresa minorista más grande, ubicada luego de Walmart (la empresa de mayor facturación del país), Amazon (la empresa de comercio digital más grande del mundo), Costco y Home Depot.

Cuadro 7: Principales Empresas de Venta Minorista de Estados Unidos (Año 2020)

Empresa	Ranking EEUU	Ranking Retail	Facturación 2019	Crecimiento Facturación en 2019	Resultado Neto 2019	Crecimiento Resultado Neto en 2019	Activos	Empleados
Walmart	1	1	523.964	2%	14.881	123%	236.495	2.200.000
Amazon.com	2	2	280.522	21%	11.588	15%	225.248	798.000
Costco	14	3	152.703	8%	3.659	17%	45.400	201.500
Home Depot	26	4	110.225	2%	11.242	1%	51.236	415.700
Target	37	5	78.112	4%	3.281	12%	42.779	368.000
Low e's	44	6	72.148	1%	4.281	85%	39.471	260.000
Best Buy	75	7	43.638	2%	1.541	5%	15.591	125.000
TJX	80	8	41.717	7%	3.272	7%	24.145	286.000
Dollar General	112	9	27.754	8%	1.713	8%	22.825	143.000
Macy's	120	10	25.331	-2%	564	-49%	21.172	123.000

La Facturación, el resultado neto y el activo de cada compañía se expresan en millones de dólares. Fuente: Fortune 500

Se destaca del cuadro 7 que Target compite con gigantes, ya que Walmart y Amazon son las dos empresas más grandes de la industria retail, pero también de todo Estados Unidos, y superan varias veces en facturación y en resultados netos a Target.

Walmart es una empresa que no sólo tiene presencia en Estados Unidos, sino en otros más de 25 países, y cuenta con más de 11.000 locales. Walmart es la principal empleadora de Estados Unidos. Sin embargo, en 2019, Walmart tuvo un margen neto de 2,84%, versus 4,2% de Target, y Target creció más en ventas que Walmart.

Por otro lado, Amazon, si bien tiene una pequeña cantidad de locales, es un negocio principalmente digital, y por esta razón, su crecimiento en ventas fue más alto que el de las otras firmas que forman parte del listado, ya que las ventas por plataformas digitales están creciendo a una velocidad más alta que las ventas en locales (en 2019 creció un 21% en ventas, muy por encima del crecimiento de Target). Es un gran desafío para Target poder competir con Amazon por su lugar en el segmento de ventas en línea. Amazon lleva más de 25 años en el negocio de

⁵ <https://fortune.com/fortune500/>

venta digital, y vende un tercio de todas las ventas digitales de Estados Unidos. Amazon cuenta con sistemas de envío y de gestión de inventarios con inteligencia artificial muy sofisticados.

Las otras firmas que figuran en el listado de las 10 empresas de venta minorista más importantes de Estados Unidos son empresas con ventas físicas y ventas por plataformas digitales, dedicadas a la venta de artículos eléctricos y electrónicos (Best Buy), dedicadas a la venta de artículos para el hogar y materiales de construcción (Home Depot y Lowe's), otros supermercados dedicados a la venta mayorista o con precios reducidos (Costco, Dollar General, TJX), o tiendas departamentales dedicadas a la venta de vestimenta (Macy's).

El diferencial que ofrece Target en el mercado del retail es que se enfoca en ofrecer precios bajos, y a la vez productos diferenciados (el diferencial no está dado únicamente por precios bajos, como puede ser el caso de Costco), y decide competir únicamente en Estados Unidos, mercado donde se encuentra instalado hace más de 100 años. Target tiene locales en todos los estados de Estados Unidos, y más del 75% de los ciudadanos de Estados Unidos viven cerca de un Target⁶ (a 10 millas o menos). La estrategia de Target es crecer en Estados Unidos, mercado que conoce y donde tiene más de 1.500 locales propios.

Target a su vez, hace grandes esfuerzos por vender marcas propias y productos con diseños hechos especialmente para Target, que sus compradores no puedan conseguir en ningún otro lugar. Por último, Target se enfoca en ofrecer una experiencia satisfactoria para cada comprador, realizando grandes esfuerzos de remodelación en locales y en mejorar su logística de entrega de pedidos.

Muchas marcas propias vendidas por Target se enfocan en vestimenta, un tipo de producto cuyas ventas crecieron mucho más en los últimos años que el mismo segmento de los competidores como Kohl y Walmart. Target también diseñó en 2019 una línea propia de productos saludables, que no utiliza ingredientes artificiales, denominada Good & Gather. Se espera que esta marca crezca hasta convertirse en la más importante de las marcas propias, hacia fines de 2020.

Target sólo tuvo un intento de expansión a otro país en 2012, cuando abrió más de 120 locales en Canadá. Estas aperturas no fueron exitosas, dado que luego de alrededor 2 años de operación, se llegó a la conclusión de que el ritmo de crecimiento de ventas en el mercado canadiense recién haría rentable la operación en 2021. Target no previó que el mercado canadiense de comercio

⁶ <https://corporate.target.com/corporate-responsibility/diversity-inclusion>

minorista de bajo costo era particularmente competitivo en Canadá, con empresas como WalMart, Costco, Giant Tiger y Sears muy bien consolidadas.

Desde marzo de 2017 el management de Target anunció un cambio de estrategia para la compañía, y tomó medidas que lo diferenciaron de su competencia, y que llevaron a un crecimiento alto en Same Store Sales, que se vio reflejado en un crecimiento del valor de su acción en casi un 100% entre 2017 y fines de 2019. La estrategia elegida fue:

- Mejorar la estética y la tecnología de sus locales, invirtiendo en la remodelación y readecuación de sus tiendas, con el objetivo de garantizar una experiencia de consumo satisfactoria para sus clientes de locales físicos, para que visitar las tiendas de Target siga siendo un plan atractivo para sus consumidores.
- Mejorar su logística de entrega a clientes, ofreciendo diferentes métodos de envío y de retiro en locales de pedidos, procurando entregas en el mismo día en la mayor cantidad de locales posibles y también invirtiendo fuertemente en su canal de venta digital, que en 2019 representó el 9% del total de las ventas de la firma. Así, la marca impulsó sus esfuerzos por llegar a sus clientes a través del celular, la tablet y la computadora, y ofrecer diferentes tipos de envío o de retiro por el local para que las personas cuenten con su pedido en el mismo día que hicieron la orden. En esa línea, Target adquirió la empresa Shipt, en diciembre de 2017, una plataforma de dedicada al envío y la logística de los productos de la compañía, que incluso ofrece entregar pedidos en sólo una hora desde el momento en el que la orden es enviada.
- Continuar únicamente con aperturas estratégicas, en formatos de locales pequeños, ofreciendo sólo productos seleccionados, en zonas urbanas, a través de locales alquilados. (esta estrategia de aperturas se empezó a desarrollar en 2014)
- Invertir en mejorar la estrategia de precios de la empresa y en el personal de la compañía, incrementando el pago por hora a los trabajadores de 11 dólares a 15 dólares a finales de 2020. A su vez, se repensaron las tareas de más de 300.000 empleados, capacitándolos y poniendo foco en un local más moderno y orientado al cliente, que también apoye la venta por medios electrónicos (más del 80% de los pedidos digitales se procesan y envían desde un local de Target).

Estas decisiones se tomaron en contramano de una industria que apuntó en los mismos años a cerrar locales, a reducir la cantidad de empleados y a enfocarse únicamente en el canal digital. De acuerdo con el CEO de Target, Brian Cornell, la decisión de Target de invertir principalmente en la

reinversión de sus locales se basó en un estudio de los clientes de la compañía, cuyo resultado indicaba que para los clientes de Target las compras en locales no estaban destinadas a morir, sino que necesitaban tiendas que sean modernas e interesantes, que generen un diferencial positivo versus la venta digital.

Así, Target optó por una estrategia innovadora y diferente al mercado, más costosa en términos de inversiones requeridas, buscando seguir diferenciándose y potenciar el canal de venta físico, que muchas empresas estaban dejando de lado.

Esta estrategia resultó exitosa, y los ingresos de Target crecieron de forma sostenida en los últimos tres años, alcanzando en 2019 una tasa de crecimiento de más del 3,5% anual. La compañía logró crecer tanto en ventas de locales como ventas digitales.



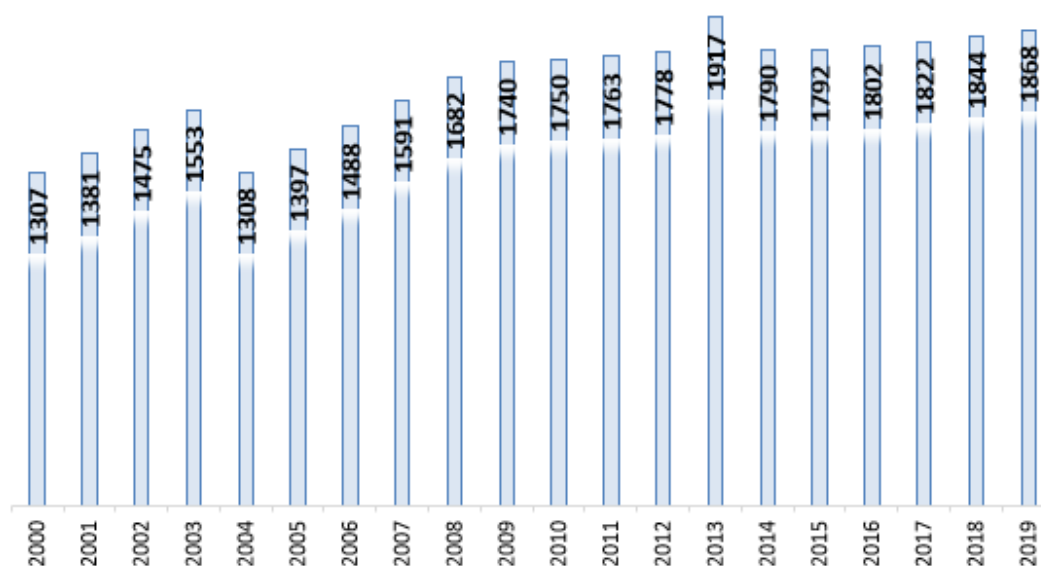
Análisis de las Ventas de Target Corporation

a. Evolución de los locales de Target Corporation

La apertura de nuevos locales es vital en cualquier comercio minorista, para llegar a más clientes y ampliar la red de suministro de productos en otras regiones de interés. El negocio de retail también se apoya en las escalas masivas, ya que una mayor base de locales y clientes significa mayor poder de negociación frente a proveedores. Entre 2000 y 2019, Target pasó de 1.307 a 1.868 locales, un crecimiento de 43% de su base de locales en los últimos 20 años. Sin embargo, el crecimiento anual no fue uniforme a lo largo de los años. A diciembre de 2019, todos los locales de Target Corporation se encontraban ubicados en Estados Unidos. Sin embargo, Target intentó en 2013 expandirse a Canadá. Si se observa el cuadro 8 a continuación se ve que en 2013 la cantidad de locales crecieron más de 130 locales de un año a otro, un crecimiento mucho más alto que los años anteriores, el año de mayor crecimiento en número de locales de la historia de Target. Esto se debe a que, como comentamos en el capítulo anterior, en 2013 Target realizó su expansión a Canadá, abriendo allí 123 locales y 3 centros de distribución. En el transcurso de 2014, estos locales cerraron debido a los magros resultados alcanzados. En el año 2004, también se observa una fuerte caída en la cantidad de locales de Target Corporation. Lo que ocurrió en ese año es que la compañía decidió vender dos formatos de locales que operaba hasta ese año, llamados Mervyn's y Marshall Field's, para enfocarse nada más en su locales Target. Hasta 2004, Target Corporation operaba locales con su marca Target, y otros con estas dos marcas. La iniciativa de vender estas submarcas fue hacer foco en una sola marca, y en enfocarse en mejorar la eficiencia y experiencia de usuario en los locales Target. Parte de los ingresos generados fueron aprovechados para expandir la marca en 2005, se observa que entre 2004 y 2005 se dio el mayor crecimiento interanual de locales de Target en el período analizado, de 89 aperturas netas.

En los últimos 3 años, Target enfocó su estrategia de CapEx (abreviación de Capital Expenditures, o inversiones de capital en español) en remodelar locales existentes, para mejorar la experiencia del usuario y agregar más tecnología a sus locales, y también destinó recursos a expandir su negocio de venta por medios digitales, es por eso por lo que se observa que el crecimiento de locales netos decayó en los últimos años. Las ventas de productos por internet en los últimos años se han afianzado como una clara competencia a las ventas en locales físicos, por lo cual, Target tuvo que desarrollar una plataforma digital para no quedar fuera de este formato de venta.

Cuadro 8: Cantidad de Tiendas de Target 2000-2019



Fuente: Capital IQ y elaboración propia

b. Evolución de las Ventas en los Mismos Locales (Same Store Sales)

Para las compañías dedicadas al comercio minorista, a través de ventas en diferentes bocas de operaciones, es muy importante mirar el indicador ventas en los mismos locales, o ventas SSS (Same Store Sales en inglés), dado que es una forma de poder separar e identificar qué porcentaje del crecimiento de las ventas fue generado por crecimiento de las ventas en mismos locales y tiendas digitales, que se mantuvieron abiertas en los diferentes períodos de análisis, y cuál fue el crecimiento por apertura de tiendas nuevas. De esta forma, los analistas financieros de una empresa pueden entender si el mayor crecimiento de ventas se da por nuevas aperturas, o por incremento de ventas en locales ya existentes. Analizar el crecimiento del SSS permite entender la potencialidad de crecimiento de una empresa si se dejan de hacer inversiones para abrir locales nuevos, y en crear nuevos canales de ventas digitales.

Las empresas retail suelen tomar indicadores ligeramente distintos de Same Store Sales. En sus estados financieros, la compañía Target explica que las ventas SSS 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.

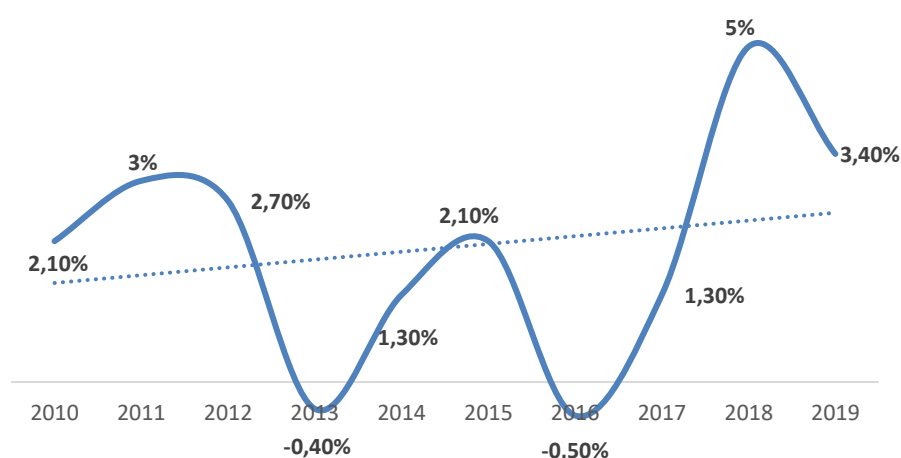
En el cuadro 9 se analiza la evolución del crecimiento del SSS en los últimos 10 años de operación de la compañía. A excepción de los años 2013 y 2016, en los que se dieron situaciones particulares que afectaron la operación de Target, el indicador siempre fue positivo.

En 2016 las ventas en mismos locales disminuyeron, producto de la venta del negocio de farmacias dentro de los locales en diciembre 2015, que anteriormente se contabilizaban como parte de la venta de cada local (Target era el dueño de la operación de estas farmacias, que luego se vendieron a CVS Pharmacy, por lo que se cobra un subarrendamiento por el uso del espacio de local).

En 2013, hubo una caída en la cantidad de transacciones de la compañía, que fue recuperado en 2014. La caída de las transacciones puede que tenga vínculo con un problema de privacidad de la información de los consumidores que sufrió Target durante 2013. Esto resultó en una pérdida de confianza y en costos extras para la compañía, por potenciales contingencias legales generadas a causa de la difusión de la información de los compradores. A su vez, en 2012 se inició la operación en Canadá, lo que también tiene un vínculo con el resultado negativo observado en 2013, y los resultados magros de 2014.

Los otros 8 años de operación de Target, generaron crecimiento en las ventas de mismas tiendas, creciendo en promedio el indicador 2% en los últimos 10 años de operación, o un total acumulado de 20%, habiendo tenido un crecimiento muy alto en 2018 y 2019, de 5% y 3,4% respectivamente, dato muy alentador para los inversionistas de la firma. La línea punteada en el gráfico muestra la tendencia del crecimiento de SSS, que claramente es positiva.

Cuadro 9: Crecimiento Same Store Sales entre 2010 y 2019 (últimos 10 años de operación)



Fuente: Capital IQ y Elaboración Propia

La compañía a su vez abre el reporte de Same Store Sales, mostrando que porcentaje de este crecimiento de las ventas totales es generado por un incremento de las ventas digitales, y que porcentaje por ventas en locales, como se puede observar a continuación:

Cuadro 10: Aporte de cada Canal de Ventas en el Incremento de Same Store Sales

Año	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Aporte del crecimiento de ventas digitales al crecimiento total de Same Store Sales	0,30%	0,65%	0,80%	1,00%	1,20%	1,80%	1,95%
Aporte del crecimiento de ventas en locales al crecimiento total de Same Store Sales	-0,70%	0,65%	1,30%	-1,50%	0,10%	3,20%	1,45%
Crecimiento Same Store Sales	-0,4%	1,3%	2,1%	-0,5%	1,3%	5,0%	3,4%

Fuente: Target Corporation y elaboración propia

Como se observa en el cuadro 10, si bien las ventas digitales crecen a un ritmo de más de 25% anual, como todavía representan un porcentaje menor de las ventas totales (8,8% en 2019), su aporte en el incremento de las ventas totales de Same Store Sales es pequeño (generaron un crecimiento del 1,95 del same store sales en 2019).

c. Evolución de las Ventas por Pie Cuadrado

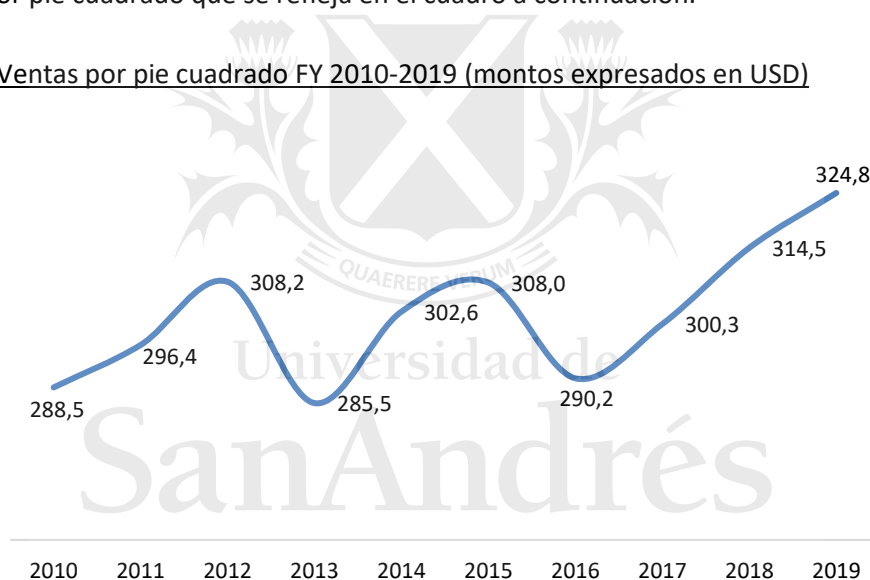
La medida ventas por pie cuadrado es muy utilizada en la industria del retail, ya que sirve para entender cuan productivo es cada pie cuadrado de local en relación con las ventas que genera. En Estados Unidos se usa la media pie, en lugar de metros cuadrados, pero a pesar de que la métrica de la superficie es diferente a la que usamos en Argentina, lo importante de este análisis es medir cuanto rendimiento generan las superficies del retail. Esta medida permite incluir en un mismo análisis a diferentes tipos de locales, de diferentes tamaños, localizados en diferentes estados, y evaluar la productividad de todos ellos en promedio.

El cuadro 11 a continuación muestra que, en 2019, las ventas por pie cuadrado se encuentran en su punto más alto, en USD 324,8 por pie cuadrado. Esto es positivo, dado que manifiesta que la compañía ganó productividad de sus pies cuadrados a lo largo de los años.

En los últimos 10 años de operación, las ventas promedio por pie cuadrado fueron de 302 dólares. Tal como vimos en la evolución de Same Store Sales, hubo una disminución de las ventas por pie cuadrado en los mismos años que la métrica Same Store Sales decreció, en todos los demás años, las ventas por pie cuadrado crecieron respecto del año anterior. Si la venta por pie cuadrado aumenta, y se aumentan los pies cuadrados totales de la compañía, se genera un doble efecto

positivo en el resultado de la empresa. La estrategia de Target de los últimos años fue abrir pocos locales, de pequeño tamaño, en zonas urbanas y suburbanas. Esto contribuye de forma positiva al indicador en análisis, ya que se trata de locales de pocos pies cuadrados, con ofertas de productos seleccionados, ubicados en zonas de alta densidad demográfica. Este efecto se ve reflejado en el cuadro 10, principalmente entre los años 2017 y 2019. Esta fue una estrategia que comenzó en 2014, con pruebas piloto de locales más pequeños, y en la medida que estos locales tuvieron resultados positivos, se fueron abriendo más locales de este tipo. En abril de 2020, el management de Target informó que la compañía continuará abriendo este tipo de locales, en zonas urbanas y también en las zonas más turísticas del país, como puede ser Times Square, Disney o en la calle principal de las Vegas. El management de Target informó que las estadísticas por local demuestran que estos locales más pequeños son mucho más productivos que los locales más grandes, vendiendo hasta USD 1000 millones por local. Esto contribuye al alza de la cantidad de ventas por pie cuadrado que se refleja en el cuadro a continuación.

Cuadro 11: Ventas por pie cuadrado FY 2010-2019 (montos expresados en USD)



Fuente: Capital IQ y Elaboración Propia

Análisis Financiero de Target Corporation

Para realizar el análisis financiero de la empresa bajo estudio se tomaron los últimos cinco ejercicios fiscales cerrados, comprendidos entre 2015 (cerrado a febrero 2016) y 2019 (cerrado a febrero 2020).

El análisis de la situación actual de la compañía y de su pasado reciente, nos dará las bases para proyectar la evolución de sus principales indicadores y para generar con ellos escenarios de valuación por la proyección de los flujos de fondos descontados.

Se procede a analizar la composición del estado de resultados, la situación patrimonial de la compañía, así como también indicadores de rentabilidad, de manejo de inventarios y de situación crediticia.

En líneas generales se puede decir que se trata de una empresa madura y sólida, en la que los principales indicadores se mantuvieron estables en el período bajo análisis.

En el presente análisis financiero analizaremos la información de forma porcentual, ya que de esta manera entenderemos la relevancia de cada cuenta en relación con las demás, no por su variación nominal, sino por su peso relativo a las demás variables incluidas en los estados financieros.

a. Análisis Porcentual del Estado de Resultados

Se puede observar en el cuadro 12 a continuación que el margen bruto de la compañía se mantuvo estable en los últimos cinco años fiscales. El costo de venta promedio fue del 71% de los ingresos, y por ende el margen bruto promedio se mantuvo en 29%.

Los gastos operativos, comerciales y administrativos se mantuvieron relativamente estables durante los últimos cinco periodos fiscales, con una leve tendencia al alza, representando en promedio el 21% de los ingresos de cada año de Target. El alza de la línea de gastos operativos, comerciales y administrativos se debe principalmente al aumento de los sueldos y bonos del personal de las tiendas. Target tenía al final de 2019 más de 360.000 empleados, a los que se les prometió un incremento del salario mínimo de 11 dólares por hora en 2017 a 15 dólares por hora a fines de 2020, y su vez la compañía también incrementó su base de trabajadores en los últimos dos años en 35.000 nuevos empleados. La compañía también realiza inversiones en desarrollo del personal de la planta, y en la distribución de tareas de forma innovadora para mejorar la productividad por trabajador.

Cuadro 12: Análisis Porcentual del Estado de Resultados 2015-2019

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%	100,0%
Costo de la Venta	70,5%	69,9%	70,3%	70,7%	70,2%	70,3%
Margen Bruto	29,5%	30,1%	29,7%	29,3%	29,8%	29,7%
Depreciaciones	3,0%	2,9%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%
Gastos Operativos, Comerciales y Administrativos	19,0%	20,2%	20,8%	20,9%	20,8%	20,3%
Margen Operativo (EBIT)	7,5%	6,9%	5,8%	5,5%	6,0%	6,3%
Pago de Intereses sobre Deuda	0,8%	1,4%	0,9%	0,6%	0,6%	0,9%
Ingresos Operativos Antes de Impuestos	6,7%	5,5%	4,9%	4,8%	5,4%	5,5%
Provisión para Pago de Impuestos	2,2%	1,8%	1,0%	1,0%	1,2%	1,4%
Ingresos Operativos	4,5%	3,7%	3,9%	3,9%	4,2%	4,0%
Ingresos por Operaciones Discontinuas	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultado Neto	4,6%	3,8%	3,9%	3,9%	4,2%	4,1%

Fuente: Estados Financieros de Target Corporation, y elaboración propia

Los intereses y pagos de deuda representaron un porcentaje muy bajo de los ingresos en los últimos cinco períodos fiscales, de menos del 1% de los ingresos, y tienen una tendencia decreciente. Esto se debe a que las ventas aumentaron más que el peso de los intereses de la deuda a ser pagados en cada periodo, y que la compañía optó cada vez más en apalancarse sobre sus proveedores, lo que significa obtener el equivalente a un financiamiento a tasa 0%.

Se observa que los resultados netos de Target fueron estables en el período bajo análisis, en torno al 4,1% sobre ingresos. Los resultados por operaciones discontinuas fueron casi nulos en los últimos 5 años fiscales de la compañía.

Hasta diciembre de 2015, Target contaba con un negocio de farmacias y clínicas que fueron vendidas en ese mes a CVS, reconociendo una ganancia en 2015 de USD 620 millones. Esta ganancia por venta explica el resultado neto de 2015 (4,6%), que se encuentra por encima de los de los periodos 2016 a 2019.

b. Evolución de los Ingresos y la Ganancia Bruta

Cuadro 13: Crecimiento de Ingresos y Ganancia Bruta 2015-2019

	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos	1,6%	-4,8%	3,5%	3,6%	3,7%
Ganancia Bruta	2,1%	-3,0%	2,2%	2,2%	5,4%

Fuente: Estados Financieros de Target Corporation, y elaboración propia

Los ingresos de la compañía en los últimos 5 años crecieron de forma acumulada un 7,6%. Al analizar la evolución de los ingresos, como se mencionó anteriormente, hay que tener en cuenta que hasta diciembre de 2015 Target contaba con un negocio de farmacias propias dentro de sus locales, que luego vendió a la cadena de farmacias CVS. Este negocio generó en el año fiscal de 2015 un ingreso para la compañía de USD 3.800 millones (5,1% de las ventas totales), lo que explica la caída de ventas en 2016. Dado que las farmacias se encuentran dentro de los locales de Target, CVS acordó pagar un alquiler por el uso de dicho espacio, que se ve reflejado en una disminución de la línea costos de ventas y administrativos a partir de 2016.

A partir de 2017 en adelante, las ventas crecieron de forma relativamente constante, a una tasa del 3,5% anual. En los últimos años, el crecimiento más grande viene dado por las ventas digitales, que ya representan el 8,8% de las ventas totales.

La ganancia bruta creció de forma acumulada casi un 9% en los últimos 5 períodos fiscales. En línea con la caída de los ingresos, en 2016 la ganancia bruta también cayó, dado que a partir de 2016 Target no contó con su negocio de farmacias. Si miramos el crecimiento de 2015, de 2017 y 2018, vemos que la ganancia bruta creció de forma pareja en esos años al 2,2%. Y luego en 2019, la ganancia bruta se incrementa en casi un 6%, ya que el crecimiento de ventas fue mayor que el crecimiento de los costos durante el período.

c. Análisis Porcentual de los Estados Financieros

Se procede a analizar la situación patrimonial de la compañía en los últimos cinco años fiscales, para entender cuáles son los activos con los que cuenta, sus pasivos y su patrimonio neto. Se busca entender también cómo es su estructura de financiamiento y como evolucionó en los últimos años.

Composición del Activo

El efectivo y las cuentas por cobrar representan cada uno aproximadamente el 1% del activo de la compañía, y se mantuvieron constantes en el período bajo análisis. La compañía cuenta con muy bajos niveles de caja, ya que distribuye todos los trimestres dividendos a sus accionistas (en 2018 y 2019 se distribuyeron USD 1.335 millones, y USD 1.330 millones respectivamente), y también utiliza la caja de la compañía para inversiones de capital. En 2018 se utilizaron USD 3.516 millones y en 2019, USD 3.027 millones. Por último, la compañía lleva adelante un programa de recompra de acciones, en las que ya lleva empleados USD 4.900 millones en los últimos tres años, y prevé

desembolsar otros USD 5.100 millones en la medida que tenga caja disponible y oportunidad de compra a precios adecuados.

Por otro lado, las inversiones de corto plazo representaron en promedio el 4,3% del activo en los últimos 5 años fiscales. Esto denota que el plazo de cobro de las cuentas de la compañía es corto (las cuentas a cobrar se deben a transacciones que fueron pagadas con tarjetas de débito o crédito y que se liquidan en promedio a los 5/7 días de la transacción), y que la compañía opta por mantener su liquidez excedente en inversiones de más de tres meses de duración, que generen rendimientos para el capital inmovilizado (las inversiones de menos de tres meses en esta compañía se consideran equivalente a caja, y se contabilizan como tales).

El monto de los inventarios en se mantuvo estable en los últimos 5 años de operación, en el 12% de las ventas de cada año. A su vez, los inventarios representaron en promedio el 22% de los activos de la compañía. Este porcentaje se encuentra en línea con el peso de los inventarios en el activo de otras empresas del rubro competidoras, como ser Walmart, cuyo inventario representó el 21% del activo en 2019. Un nivel adecuado de inventarios es muy importante para una compañía retail, ya que inventarios excedentes pueden derivar en pérdidas por productos con vencimientos cortos, y en sobrecosto de capital inmovilizado, pero niveles de inventarios bajos pueden significar faltantes en locales, que ocasionen un impacto negativo en el valor de la marca.

El activo más importante con el que cuenta la compañía son sus propiedades y equipos, que representaron en promedio el 63,2% del activo en el período de análisis. La compañía es dueña de la tierra donde se ubican más de 1500 locales, que representan alrededor del 81% del total de los locales de la compañía. Target también es dueña de 33 centros de distribución, que representan el 78% del total de centros de distribución utilizados por la compañía. Todos estos locales y centros de distribución están repartidos por más de 40 estados de Estados Unidos. Contar con una alta proporción de locales propios significa para la empresa menores costos de alquiler todos los años, y menor riesgo de tener que cerrar locales, implicando pérdidas generadas por los costos de mudanza y de reacondicionamiento de otro local en caso de que el arrendatario se niegue a renovar los alquileres existentes, pero también representa capital inmovilizado, y una capacidad de adaptación más lenta en caso de tener que vender el local a un tercero para poder mudar locales que no cuenten con la cantidad de ventas adecuadas.

Las inversiones de largo plazo representaron un porcentaje menor al 1% en promedio en los últimos años, es decir que la compañía cuenta principalmente con inversiones con un horizonte de vencimiento de entre 3 y 12 meses. Se observa también que el rubro de alquileres de largo

plazo se incrementó de casi 0% en 2015 a más del 5% en 2019. Esto se debe a dos efectos, por un lado, a que la compañía optó por abrir una mayor cantidad de nuevos locales en terrenos alquilados en este último período, y a su vez, que, por cuestiones contables, los alquileres de largo plazo que la compañía posee pasaron a formar parte del balance de la compañía, tanto en el activo como en el pasivo, donde figuran también como alquileres de largo plazo.

Composición del Pasivo

En cuanto a los pasivos de la compañía, se observa que las cuentas a pagar representaron en promedio un 21,4% de los pasivos y patrimonio neto en los últimos 5 años fiscales de operación, y también se vislumbra que la tendencia de esta cuenta es creciente, pasando de un porcentaje de 18,4% en 2015 a un porcentaje de 23,2% en 2019. Este financiamiento suele ser sin costo, se trata del pago a proveedores, que se estira en el tiempo. Se observa que el peso de las cuentas por pagar es más alto que el de las cuentas por cobrar, lo que significa que la compañía cobra a un plazo más corto de sus clientes que lo que tarda en pagarle a los proveedores. Esto es muy común en las empresas de retail, y es un punto a favor de la rentabilidad de la compañía, porque la compañía consigue pagar a plazo, en definitiva, financiarse de forma gratuita. Por lo general las empresas de retail tienen un poder de negociación alto con sus proveedores, y quienes les venden, con tal de poder colocar sus productos, aceptan cobrar a plazos cada vez más largos.

Por otro lado, la compañía se financia también con deuda de largo plazo, que representó en promedio en los últimos cinco años el 27,9% del pasivo y patrimonio neto, aunque este porcentaje tendió a disminuir en los últimos años, pasando de 29,7% en 2015 a 26,5% en 2019 (la compañía pasa a financiarse más con cuentas a pagar, y disminuyen las deudas a largo plazo). A su vez, entre 2018 y 2019 crecieron los leasings de capital de largo plazo, que consisten alquileres de largo plazo contraídos por la empresa en los últimos años (esta línea representó el 5,3% del fondeo de 2019).

Composición del Patrimonio Neto

Las acciones ordinarias, el capital adicional y las ganancias retenidas por la empresa, suman en total casi el 30% del fondeo de la empresa en promedio para los últimos cinco años fiscales, y tendieron a disminuir, ya que, como se mencionó anteriormente, la empresa lanzó dos programas de recompra de acciones, por un total de hasta USD 10.000 millones en conjunto, uno en 2016, y otro en 2019, y según la última información de la compañía, ya se recompraron acciones por USD 4.900 millones, al cierre del último balance anual de la compañía.

Cuadro 14: Análisis Porcentual de los Estados Financieros 2015-2019

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
ACTIVOS						
Activos Corrientes						
Efectivo y equivalentes	1,6%	2,8%	0,9%	0,9%	0,8%	1,4%
Inversiones de Corto Plazo	7,5%	3,0%	4,9%	1,9%	4,2%	4,3%
Cuentas por cobrar	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Inventario	21,4%	22,2%	22,2%	23,0%	21,0%	22,0%
Activos de operaciones discontinuas	0,8%	0,2%	0,5%	0,0%	0,0%	0,3%
Otros Activos Corrientes	2,9%	2,9%	2,8%	3,6%	3,1%	3,1%
Total Activos Corrientes	35,1%	32,0%	32,2%	30,3%	30,2%	32,0%
Activos No Corrientes						
Propiedad y Equipos						
Propiedad y Equipos	103,0%	112,4%	110,8%	107,1%	107,4%	108,1%
Depreciación Acumulada	-40,4%	-46,5%	-46,6%	-45,3%	-46,0%	-44,9%
Propiedad y Equipos Neto	62,6%	65,9%	64,2%	61,8%	61,4%	63,2%
Inversiones de Largo Plazo	0,1%	0,0%	0,0%	0,9%	1,0%	0,4%
Goodwill	0,3%	0,4%	1,6%	1,7%	1,6%	1,1%
Otros Intangibles	0,2%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,1%
Propiedades Alquiladas de Largo Plazo	0,2%	0,2%	0,2%	4,8%	5,2%	2,1%
Otros Activos de Largo Plazo	1,5%	1,4%	1,6%	0,5%	0,6%	1,1%
Total Activos No Corrientes	64,9%	68,0%	67,8%	69,7%	69,8%	68,0%
TOTAL ACTIVOS	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Estados Financieros de Target Corporation, y elaboración propia

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
PASIVO						
Pasivos Corrientes						
Cuentas a Pagar	18,4%	19,4%	22,2%	23,6%	23,2%	21,4%
Obligaciones Devengadas	5,7%	5,9%	6,1%	4,7%	4,5%	5,4%
Deuda de Largo Plazo Corriente	2,0%	4,6%	0,7%	2,5%	0,4%	2,0%
Impuestos a Pagar	1,2%	0,4%	0,1%	1,5%	1,4%	0,9%
Ingresos no Ganados Corrientes	1,6%	1,9%	1,9%	2,0%	2,2%	1,9%
Otros Pasivos Corrientes	2,0%	1,8%	2,9%	2,0%	2,2%	2,2%
Operaciones Discontinuadas	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Total Pasivos Corrientes	31,3%	34,0%	33,8%	36,4%	33,9%	33,9%
Pasivos No Corrientes						
Deuda de Largo Plazo no Corriente	29,7%	29,5%	29,0%	24,8%	26,5%	27,9%
Leasing de Capital de Largo Plazo	0,0%	0,0%	0,0%	4,9%	5,3%	2,0%
Ingresos no Ganados no Corrientes	1,6%	1,7%	1,5%	0,0%	0,0%	1,0%
Pensiones y Otros Beneficios de Retiros	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
Pasivos Impositivos no Corrientes	2,0%	2,3%	1,8%	2,4%	2,6%	2,2%
Otros Pasivos no Corrientes	3,0%	3,2%	3,6%	4,3%	4,0%	3,6%
Total Pasivos No Corrientes	36,5%	36,8%	36,1%	36,3%	38,5%	36,8%
TOTAL PASIVOS	67,8%	70,7%	70,0%	72,6%	72,3%	70,7%
PATRIMONIO NETO						
Acciones Ordinarias	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Capital Adicional	13,3%	15,1%	15,0%	14,6%	14,6%	14,5%
Ganancias Retenidas	20,3%	15,7%	16,8%	14,6%	15,0%	16,5%
Resultado Integral y Otros	-1,6%	-1,7%	-1,9%	-1,9%	-2,0%	-1,8%
TOTAL PATRIMONIO NETO	32,2%	29,3%	30,0%	27,4%	27,7%	29,3%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Estados Financieros de Target Corporation, y elaboración propia

d. Análisis de Ratios de Rentabilidad

Para analizar la rentabilidad de la empresa, se tomaron tres indicadores: el ROE (return over equity, por sus siglas en inglés, o retorno sobre patrimonio neto), que se calcula como el ratio entre la ganancia neta de compañía y el patrimonio neto promedio, el ROA (return over assets, por sus siglas en inglés, o retorno sobre activo), que se calcula como el ratio entre el resultado operativo y el activo promedio y el ratio EBITDA sobre el activo promedio. Con estos ratios se busca analizar los resultados obtenidos por la compañía, medidos tanto en función del activo como del patrimonio neto de la empresa.

Cuadro 15: Ratios de Rentabilidad 2015-2019

Ratio	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
ROE: Ganancia Neta/Patrimonio Neto Promedio	25,0%	22,9%	25,7%	25,5%	28,4%	25,5%
ROA: EBIT/Activo Promedio	12,2%	12,5%	11,1%	10,2%	11,1%	11,4%
EBITDA/Activos Promedio	17,8%	17,8%	16,9%	15,8%	16,7%	17,0%

Fuente: Estados Financieros de Target Corporation, y elaboración propia

Se observa que el retorno sobre patrimonio neto tuvo una tendencia al alza, con un valor promedio de 25,5% para los últimos 5 años de operación de la compañía, alcanzando un valor récord en 2019 (28,4%). Al analizar la evolución nominal de los resultados netos, en comparación al patrimonio neto de la compañía, lo que se observa es que en términos nominales la ganancia se mantuvo estable, pero la compañía aumentó su apalancamiento en proveedores y en leasings de largo plazo y por otro lado redujo el peso del financiamiento de capital propio, recomprando acciones, y es por esto que el retorno sobre patrimonio neto es mayor en los últimos años, porque la compañía se financia con fuentes que tienen cero costo, o un costo menor que el rendimiento que el que genera la compañía, y por lo tanto se logra potenciar la ganancia sobre patrimonio neto.

Cuando analizamos que sucedió en el año 2015, observamos que este no fue un año común para la compañía, ya que en diciembre de 2015 Target realizó la venta de sus negocios de farmacias dentro de sus locales a la compañía CVS Pharmacy. Para analizar el ROA y el ratio de EBITDA/Activos Promedio de la compañía, se quitaron las ventas y costos generados por el negocio de farmacias de Target, y el valor de este negocio también se quitó del activo de la compañía, para contar con información comparable entre 2015 y 2019.

Al analizar el ratio de rentabilidad de EBITDA/Activos Promedio se observa un deterioro con el paso de los años. La rentabilidad de los activos fue de 17,8% en 2015, y cayó a 16,7% en 2019, siendo el promedio para los últimos cinco años de operación de la compañía 17%.

Lo mismo sucedió con el ROA, que pasó de 12,2% en 2015 a 11,1% 2019, siendo el ROA promedio para el período 11,4%.

Las dos razones fundamentales por las que estos ratios se deterioraron son que por un lado Target aumentó de forma considerable su gasto en personal, aumentando la cantidad de empleados y el salario mínimo por hora de USD 11 a USD 15. Por otro lado, la compañía pasó de vender sólo el 3,4% de sus ventas de forma digital en 2015, al 8,8% en 2019. Si bien la compañía no da datos precisos, informó en sus llamadas de revisión de resultados con inversores que las ventas digitales conllevan mayores gastos operativos, ya que impactan en gastos de logística, empaquetado, inventarios, etc y, por lo tanto, generaron una presión a la baja en el ROA y en el ratio EBITDA/Activo promedio en el período bajo análisis.

e. Análisis de la fórmula DuPont

Si se desea comprender mejor como alcanza Target su rentabilidad sobre patrimonio neto (ROE), se puede estudiar por separado los factores que componen dicho ratio, a partir de la fórmula DuPont:

Fórmula DuPont: Rentabilidad x Rotación de Activos x Apalancamiento

Rentabilidad: Utilidad Neta/Ventas

Rotación de Activos: Ventas/Activos Totales

Apalancamiento: Activos Totales/Patrimonio Neto

Los factores que explican el ROE son: la rentabilidad (eficiencia de uso de activos), la rotación de activos (uso de capital de trabajo) y el apalancamiento (multiplicador del rendimiento del patrimonio neto).

Realizamos los cálculos de cada uno de los factores para el año fiscal 2019, de acuerdo con la información suministrada por Target en sus estados financieros:

Rentabilidad: 4,2%

Rotación de Activos: 1,86 veces

Apalancamiento: 3,63 veces

ROE = $0,042 \times 1,86 \times 3,63 = 28,4 \%$

Esto significa que la rentabilidad neta sobre ventas de la compañía es 4,2%, que los activos rotan 1,86 veces por año, y el apalancamiento del patrimonio neto es de más de 3 veces. Si multiplicamos rentabilidad x rotación de activos x apalancamiento, llegamos al valor del retorno sobre patrimonio neto de la empresa.

Realizar este análisis nos demuestra la gran importancia que tiene en una compañía el correcto apalancamiento y manejo de activos, ya que estos son los responsables de que aún con un ratio de utilidad neta/ventas bajas (un poco más de 4%), una compañía pueda obtener retornos sobre patrimonio neto de más de 28%.

f. Ratios de Eficiencia

Los ratios de eficiencia se utilizan para comprender cuan eficaz es la compañía en la administración de sus activos e inventarios con relación a las ventas y al costo de la mercadería vendida. El ratio ventas/activo promedio de Target para los últimos 5 años fiscales fue de 2,88 veces, con una tendencia al alza. Esto significa que los activos promedio de la compañía rotan alrededor de 3 veces en un año fiscal de la compañía, lo que significa que la compañía es eficiente en el manejo de sus activos, teniendo en cuenta que para 2019 el ratio de Walmart fue de 2,30 veces. Por otro lado, el costo de la mercadería vendida/inventarios promedio se ubicó en torno a las 3 veces en los últimos 5 años fiscales, es decir que los inventarios rotaron 3 veces por período fiscal.

Cuadro 16: Ratios de Eficiencia 2015-2019

Ratio	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ventas/Activos promedio	2,66	2,69	2,96	3,00	3,07	2,88
Costo bienes vendidos/Inventarios Promedio	3,08	2,91	3,01	2,94	2,97	2,98

Fuente: Estados Financieros Target Corporation, y elaboración propia

g. Capital de Trabajo

La definición más general de capital de trabajo o WC (abreviatura de las siglas del inglés Working Capital), compara los activos corrientes con los pasivos corrientes de la compañía. Al analizar los

estados financieros de Target de los últimos cinco años se observa que, por un lado, los activos corrientes de la compañía fueron decreciendo, y por el otro lado, los pasivos corrientes se fueron incrementando, en línea con la tendencia de la industria del retail de apalancarse en los proveedores, y así conseguir financiamiento semi gratuito.

Una empresa que tiene más pasivos corrientes que activos corrientes puede encontrarse en una situación de riesgo, ya que debe afrontar pagos en menos de un año que no podrá cubrir con sus activos corrientes. Al analizar las grandes empresas dedicadas a la venta minoristas en el mundo, este no es el caso, sino que lo que sucede es que por un lado la compañía cobra a muy corto plazo a sus clientes, y por el otro, estira los pagos a los proveedores. Esta es una de las fuentes que componen la rentabilidad de este tipo de negocios, ya que demorar los pagos a proveedores permite reducir el costo de financiamiento de la compañía.

El concepto más importante en el activo corriente de la compañía son los inventarios, que representan alrededor del 70% del activo corriente. Tener inventarios de más es un costo financiero, un mayor riesgo de obsolescencia/vencimiento de los productos y una mayor demanda de espacio de almacenamiento, que puede generar sobre costos. Target trabaja constantemente en mejorar la eficacia de la proyección de ventas, y a partir de esto, generar los inventarios adecuados. Cuenta con software sofisticado que le permite ajustar la proyección de ventas y así ajustar el ritmo y tipo de reposición de productos. Mantener bajos niveles de stock es especialmente importante para los últimos locales que abrió la compañía, enfocándose en locales más pequeños en zonas urbanas o cercanas a centros universitarios, en donde simplemente no hay lugar extra para guardar grandes volúmenes de mercadería. El COO (Chief Operating Officer, por sus siglas en inglés) de la compañía informó en su llamada de presentación de los resultados del cuarto trimestre de 2019 con inversores que se encuentra estudiando la posibilidad de abrir locales aún más pequeños (alrededor de 6.000 pies cuadrados) que el formato más pequeño actual (alrededor de 12.000 pies cuadrados), para poder acceder a vender en lugares que hasta el momento le era imposible. El adecuado manejo de inventarios es vital para poder concretar este nuevo tamaño de tienda.

Analizando los pasivos corrientes de los últimos 5 años, se observa que la línea que más creció fueron las cuentas a pagar, que crecieron un 34% entre 2015 y 2019, y que con un monto de USD 9.920 millones, representan el 70% del pasivo corriente en 2019. A su vez, si se analizan el monto de la deuda de largo plazo corriente en 2015 versus en 2019, se observa que esta disminuyó un 80%, pasando de USD 815 millones en 2015 a USD 161 millones en 2019. En conclusión, en los

últimos años creció el apalancamiento en pago a proveedores, y disminuyó el monto corriente de la deuda financiera de la compañía.

Una vez analizado el pasivo y el activo corrientes, pasaremos a analizar la evolución de los días de cuentas por cobrar. La idea detrás de este análisis es entender cuál es el monto promedio de ventas por día (dividiendo las ventas del año entre 365), y cuantos días de ventas representan las cuentas por cobrar de cada año. El detalle del análisis se puede ver en el cuadro 17 a continuación. Observamos que, en promedio, las cuentas por cobrar representaron 1,96 días de ventas en los últimos 5 años. Este es un periodo de cobro muy rápido, nos lleva a pensar que una gran parte de las ventas se realizan con pago al contado o similar (dado que la compañía indica en sus estados financieros de 2019 que las ventas con tarjeta de débito o crédito se cobran en alrededor de 5 días).

Cuadro 17: Días de Cuentas por Cobrar 2015-2019

		2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ventas	USD Millones	73.785	70.271	72.714	75.356	78.112	74.048
Ventas promedio por día	USD Millones	202	193	199	206	214	203
Cuentas por cobrar	USD Millones	375	346	400	428	441	398
Días de las cuentas por cobrar	Días	1,86	1,80	2,01	2,07	2,06	1,96

Fuente: Estados Financieros de Target Corporation y elaboración propia

A continuación, realizamos el mismo análisis para entender como evolucionaron las cuentas a pagar de la empresa, basándonos en los costos de mercadería vendida y las cuentas por pagar.

Cuadro 18: Días de Cuentas por Pagar 2015-2019

		2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Costo de ventas	USD Millones	51.997	49.145	51.125	53.299	54.864	52.086
Costo de ventas por día	USD Millones	142	135	140	146	150	143
Cuentas por pagar	USD Millones	7.418	7.252	8.677	9.761	9.920	8.606
Días de las cuentas por pagar	Días	52,07	53,86	61,95	66,84	66,00	60,30

Fuente: Estados Financieros de Target Corporation y elaboración propia

Se observa que los días de cuentas por cobrar crecieron de 52,07 días en 2015 a 66 días en 2019, con un promedio de 60,30 días para los 5 años bajo análisis. Si comparamos los días de cuentas por pagar, con los días de cuentas por cobrar promedio de los últimos 5 años, llegamos a la conclusión de que $60,30 \text{ días} - 1,96 \text{ días} = 58,34 \text{ días}$ tiene Target extra para pagar, por encima de los días de cobro. Esto es una ventaja estratégica de este negocio, porque obtiene 58,34 días de apalancamiento en proveedores por encima de su plazo de cobro.

Los ratios crediticios de una compañía se analizan para comprender si los ingresos generados por la firma son suficientes para cubrir el pago de los compromisos financieros asumidos y si existe caja excedente para continuar expandiéndose o para generar dividendos para sus accionistas. También permite entender la estructura de capital y el riesgo financiero al que la compañía se encuentra expuesta. Los ratios crediticios exponen cual es la salud financiera de la empresa, y si será necesario reestructurar los pasivos, o aportar más capital para continuar operando.

Uno de los ratios que se observa es el de activo corriente/pasivo corriente, comúnmente denominado ratio de liquidez. Si el activo corriente es igual o mayor al pasivo corriente, esto significa que los activos de corto plazo permiten cubrir la deuda y otros pasivos de corto plazo. (Se considera que un activo o un pasivo son de corrientes si tienen fecha de pago/fecha de vencimiento en menos de 1 año). En el caso de Target, este ratio se mantuvo alrededor de 1 para el período de análisis. Sin embargo, se observa que el ratio es decreciente, y en 2019 fue de 0,89. Lo que sucede en este caso, es que estamos frente a una compañía dedicada al negocio de la venta minorista, industria en la que es común que los pasivos de corto plazo superen a los activos de corto plazo, ya que en estas firmas, parte de la rentabilidad de la empresa viene dada por un apalancamiento sobre los proveedores, a los que se le paga a plazo (ahondaremos en este tipo de industrias y su capital de trabajo negativo en el apartado sobre capital de trabajo).

Otro ratio crediticio que se suele analizar es el ratio entre el pasivo y patrimonio neto, para entender cuan apalancada se encuentra la compañía. Mayor apalancamiento a tasas bajas significa mayor rentabilidad para el accionista, pero también implica un potencial riesgo en caso de que la empresa tenga problemas de liquidez o años de baja o nula rentabilidad (porque la deuda asumida implica pagos de intereses obligatorios, mientras que al accionista se le puede o no distribuir dividendos, siempre cuando haya caja disponible). Se observa que el pasivo fue en promedio 3 veces el patrimonio neto durante el período en observación, lo que significa que la compañía se encuentra altamente apalancada.

Por último, se analiza el EBIT (Earnings Before Interests and Taxes, por sus siglas en inglés, o resultado antes de impuestos e intereses, también denominado resultado operativo), al que se lo compara con el interés a pagar del período, para entender si la compañía puede afrontar el pago de intereses mediante el empleo de su resultado operativo. Como se observa, el ratio EBIT/intereses fue en promedio casi 8 veces en el período analizado, lo que denota que la

compañía puede cubrir ampliamente el pago de sus intereses con su resultado operativo. Esto implica que, si bien la compañía se encuentra altamente apalancada, su resultado operativo alcanza de sobra para cubrir los intereses mensuales generados. Esto se explica en parte porque hay un gran porcentaje del pasivo que se compone de cuentas a pagar que no generan intereses, o generan intereses muy bajos. En conclusión, la compañía no tiene problemas crediticios, se encuentra financieramente sana.

Cuadro 19: Ratios Crediticios 2015-2019

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Activos Corrientes/Pasivos Corrientes	1,12	0,94	0,95	0,83	0,89	0,95
Pasivo/Patrimonio Neto	2,11	2,42	2,33	2,65	2,62	2,43
EBIT/Intereses	9,11	4,91	6,47	8,92	9,77	7,83

Fuente: Estados Financieros de Target Corporation y elaboración propia



Valuación de Target Corporation por Flujo de Fondos Descontados

Una de las metodologías que se utilizará para valuar la compañía Target es la proyección de los flujos de caja futuros descontados (en inglés se denomina Discounted Cash Flows, o sus siglas DCF). Esta metodología consiste en proyectar los flujos de caja libres de la compañía, y luego descontarlos a una tasa de descuento denominada WACC (Weighted Average Cost of Capital, en inglés, o Costo Promedio Ponderado del Capital), que refleje el riesgo asumido por el accionista, y el peso del capital accionario en el financiamiento y el costo y peso de la deuda de la compañía, para entender cuál es el valor presente de la empresa. Se determina también un valor terminal de la firma, porque la compañía se mantendrá en operación luego de los cinco años que se proyectan. Este valor terminal también se descuenta a la tasa de descuento que se considere que refleja el riesgo del negocio, y el tipo de financiamiento utilizado.

Esta metodología es la más utilizada para valuar empresas maduras y estables, en las que el historial de ventas y su crecimiento a lo largo de los años permiten vislumbrar a largo plazo cuales deberían ser las ventas y la estructura de costos futuros, en función de la historia conocida y los fundamentos macroeconómicos del país en donde se desarrolla la actividad, y la industria de la que la empresa forma parte.

Los flujos que se utilizan son los flujos de caja libres (denominados Free Cash Flow en inglés), que son los que quedan en la compañía después de pagar todos los costos operativos, impuestos, luego de cubrir las inversiones de capital y el capital de trabajo requerido en cada año por la compañía.

Para el cálculo de la tasa de descuento (WACC), hay que tener en cuenta cual sería el rendimiento esperado por un accionista de una inversión que “no tenga riesgo”, como podría ser un bono del tesoro americano (bien sabemos que no existe inversión sin riesgo, pero se utiliza una tasa de muy bajo riesgo para estimar la expectativa de cuál sería el rendimiento que se le pide a una inversión muy segura), y a esa tasa, hay que agregarle el riesgo asumido por operar en la industria del comercio minorista. La WACC también tiene en cuenta el porcentaje del fondeo que la empresa utiliza tomando deuda, y pondera la tasa exigida por el accionista de Target, y el peso y costo de la deuda en el fondeo.

El cálculo de la WACC es importante porque determinará cual es la tasa a la que se descuentan los flujos proyectado de la empresa, y cuanto más alta sea esa tasa, más se castigarán los flujos que se esperen en años más lejanos.

a. Factores que Afectan el Crecimiento de Ventas

Para poder estimar el flujo de caja libre de la compañía, lo más importante y desafiante es definir cuál es el nivel de actividad y ventas proyectadas, porque en función de las ventas proyectadas se estiman la mayor parte de los costos y las inversiones asociadas a generar dichas ventas.

El nivel de crecimiento de ventas de Target y de todas las compañías de venta minorista, dependen fundamentalmente del crecimiento de la economía del país en el que operan, ya que dependen de que los hogares que hacen sus compras en la compañía cuenten con mayores ingresos disponibles.

El nivel de crecimiento de las ventas también depende de la estrategia elegida por la compañía para diferenciarse de sus competidores, y para fidelizar a sus clientes. Aquí se pueden detallar: mejores precios, mejores herramientas para la compra, mejores canales digitales, experiencia de consumo ofrecidas en los locales, etc.

Por último, un tercer factor es el de la creación de nuevas bocas de venta, a las que los clientes de la empresa puedan acudir para llevar adelante sus compras.

Macroeconomía Americana

Entender cuál es una proyección lógica del crecimiento del producto bruto interno de Estados Unidos (PBI), es vital para comprender cual es la posible evolución del ingreso disponible del hogar que realiza compras en Target. El producto bruto interno mide el valor final de los bienes y servicios producidos durante un año por Estados Unidos. Un aumento de este valor suele implicar un mayor empleo de personal, ya que el crecimiento del PBI tiende a generar una reducción del desempleo, así como una mayor riqueza en el país, una parte de la cual es destinada al pago de salarios y otros beneficios a los trabajadores que compran en Target.

De acuerdo con las estimaciones de enero 2020 de Global Economic Prospects⁷, difundida por The World Bank, se estimó un crecimiento para los siguientes tres años del PBI de Estados Unidos de en promedio 1,73% por año. Las estimaciones de tasa de desempleo de diferentes analistas rondaban en un 4%, y la inflación se estimaba en alrededor de 2% anual⁸, en línea con la inflación objetivo de la Reserva Federal de Estados Unidos. Todos estos indicadores hablan de una economía sana y en crecimiento.

⁷ <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

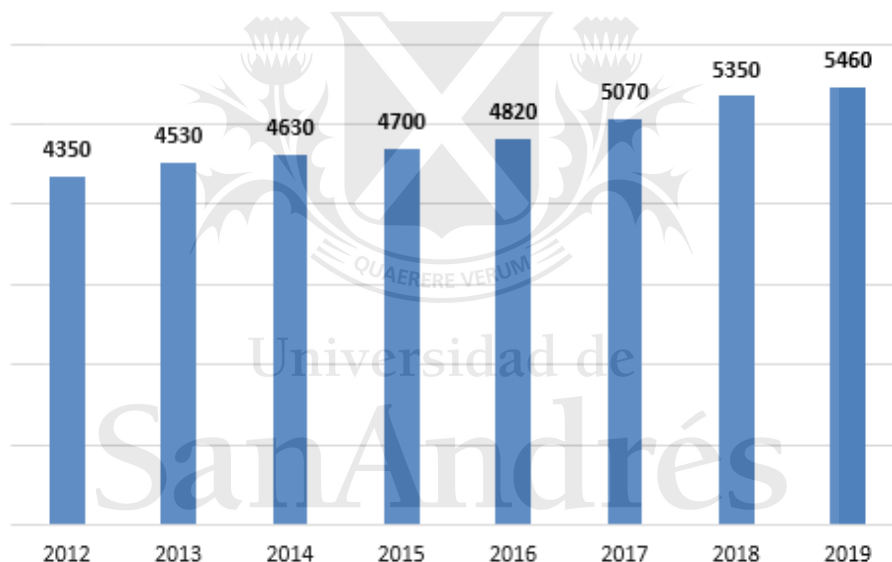
⁸ https://www.federalreserve.gov/faqs/money_12848.htm

De acuerdo con los últimas estadísticas publicadas por la Reserva Federal de Estados Unidos⁹, correspondientes a 2018, el 50% de los hogares estadounidenses cuentan con ingresos superiores a los USD 50.000 anuales, y sólo un cuarto de los hogares reciben ingresos de menos de USD 25.000 anuales. Más de tres cuartos de la población estadounidense en este mismo reporte indicaba que se encontraban bien económicamente.

La industria

La industria del comercio minorista en Estados Unidos generó ingresos por USD 5.470 mil millones en 2019¹⁰, creciendo un promedio de 3,4% por año en los últimos 5 años. En el cuadro a continuación se puede ver el crecimiento positivo y constante de la industria del comercio minorista en Estados Unidos en los últimos años.

Cuadro 20: Evolución Ventas Minoristas Anuales en Estados Unidos (en USD mil millones)



Fuente: Statista y elaboración propia

Las proyecciones de Statista de febrero 2020 indicaban que se esperaba un aumento de las ventas entre 2020 a 2023 de al menos un 2% anual, estimando para 2023 ventas anuales del comercio minorista de Estados Unidos de USD 5.990 mil millones. Si la estimación del crecimiento del PBI del país es de 1,7%, tiene sentido estimar un crecimiento de las ventas de la industria en línea con ese crecimiento (del 2% anual).

⁹ <https://www.federalreserve.gov/publications/2019-economic-well-being-of-us-households-in-2018-income.htm>

¹⁰ <https://www.statista.com/statistics/443495/total-us-retail-sales>

Debe destacarse sin embargo que esta proyección del 2% es menor al crecimiento histórico del sector, que se evidencia en el cuadro 20. Esto se debe, según estudios realizados por la consultora Deloitte¹¹, a que se proyecta una desaceleración en el crecimiento del gasto de consumidores, ya que entre 2017 y 2019, los ingresos de los trabajadores aumentaron, en línea con la reducción de impuestos a las ganancias corporativas y personales, llevada adelante en noviembre de 2017 por la administración del presidente de Estados Unidos, Donald Trump. Este efecto, que se percibió en un aumento del consumo en 2017, 2018 y 2019, se espera tenga menor impacto residual en 2020 en adelante. A su vez, Estados Unidos lleva adelante una disputa comercial con China y otros socios comerciales, aumentando tarifas y creando limitaciones al comercio con otros países, lo que se espera sea negativo para el crecimiento de la producción, impactando en los salarios de los trabajadores estadounidenses. Por último, diversos análisis del mercado laboral en Estados Unidos denotan que, si bien el desempleo cayó, esto no se tradujo en un aumento del salario promedio, y, en consecuencia, en el tan importante ingreso disponible para compras de los hogares del país.

Estrategia para el Crecimiento de las Ventas de la Compañía

La compañía tiene dos objetivos fundamentales para aumentar sus ventas:

- Aumentar la cantidad de ventas por su canal digital
- Mejorar la calidad de la experiencia ofrecida en sus locales físicos, invirtiendo en la remodelación de los locales y en ofrecer una experiencia tecnológica en toda la compra.

Otros objetivos perseguidos por Target son: seguir desarrollando marcas propias, que continúen diferenciando su oferta de productos, continuar abriendo locales estratégicos más pequeños, urbanos o suburbanos y mejorar el uso de tecnología tanto de software y desarrollos de inteligencia artificial predictiva, como en hardware que facilite el manejo de inventarios y la velocidad de entrega de pedidos.

Uno de los grandes desafíos de Target radica en migrar al canal digital, y poder seguir brindando una experiencia diferencial en producto y precio a sus clientes que deciden realizar sus compras de esta manera. Tal como indicó la compañía en sus últimos estados financieros anuales, en la medida que crezcan las ventas digitales en Estados Unidos, puede que la decisión de compra en Target o en otro comercio retail, este basada simplemente en un algoritmo de búsqueda de

¹¹ <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/consumer-business/articles/retail-distribution-industry-outlook.html>

precios bajos, o en las funcionalidades de la página web de Target versus la de los competidores. También puede que los consumidores en algún punto comiencen a delegar las decisiones de compras de productos esenciales a artefactos u otras herramientas inteligentes, dependiendo en ese caso la decisión de compra de la facilidad de encontrar los productos de Target por estos algoritmos.

Target también tiene el desafío de poder seguir entregando una experiencia distintiva a los clientes que continúan comprando en sus locales físicos, para que visitar los locales sea una experiencia gratificante, que justifique seguir haciendo compras de forma física. Esto implica esfuerzos de capex crecientes para seguir mejorando la estética y comodidad de los locales, y para seguir ofreciendo cada vez más tecnología a la hora de hacer compras.

En cuanto a las marcas propias y exclusivas de Target, sólo en 2019 la compañía incorporó 25 nuevas marcas propias, incluyendo la marca de bebidas y alimentos naturales Good & Gather, la que se estima se convertirá en la marca propia más importante de la compañía.

b. Proyección de Ventas Futuras

Para determinar la proyección de las ventas futuras de los próximos cinco años de la compañía, se tomará en cuenta la información histórica y la expectativa de:

- Crecimiento de las ventas comparables en mismo locales, medido con el indicador de Same Store Sales, restándole el crecimiento generado por venta en canales digitales (ventas en mismos locales)
- Crecimiento de las ventas en canales digitales
- Inversiones de Target en aperturas de nuevos locales (ventas en locales nuevos)

Evolución de las Ventas en Mismos Locales (Same Store Sales)

Como ya se explicó anteriormente, este indicador mira la productividad de los locales existentes y de los canales virtuales existentes de la firma año a año, es decir, indica cuantas más ventas se generan en los mismos espacios físicos, o en las mismas plataformas digitales. Se analiza año a año la capacidad de los locales y canales digitales existentes de generar un flujo de ingresos mayor. Esto permite entender que porcentaje del crecimiento de ventas en una empresa retail está dado por nuevas aperturas, al generar nuevas bocas de ingresos. Idealmente, las empresas retail deberían apuntar a incrementar al máximo su Same Store Sales, ya que, al aumentar las ventas en los mismos locales, y en las mismas plataformas digitales con los mismos empleados, y

las mismas instalaciones, los costos fijos se licuan, y esto genera mayor rendimiento para la empresa.

Al analizar la variación de este indicador en los últimos 10 años, observamos que salvo en dos años, que sucedieron eventos extraordinarios, el crecimiento del indicador Same Store Sales fue positivo. Pero, por otro lado, los años positivos tuvieron crecimientos dispares, que fueron desde el 1,3% (año 2014 y 2017) al 5% en 2018.

Es importante destacar que, en 2019, el SSS fue de 3,4%, de los cuales 1,4% fue explicado por aumento de ventas en los mismos locales, y el 1,9% del crecimiento fue dado por un aumento de las ventas digitales, y en 2018, las ventas en locales explicaron el 3,2% del aumento de ventas.

Esperamos que, en los próximos 5 años, esta tendencia se mantenga, y que un gran porcentaje del crecimiento de las ventas same store sales sea generado por el negocio digital. Por esta razón, consideramos que tiene más sentido proyectar por un lado el crecimiento de las ventas en locales, y por otro las ventas por canales digitales.

En cuanto al crecimiento de las ventas en locales, tomamos un crecimiento promedio de los últimos dos años, ya que la compañía estuvo realizando desde 2017 inversiones en los locales, que demostraron tener un impacto positivo en resultados a partir de 2018 en adelante. Dado que la compañía continuará trabajando en mejorar la experiencia de consumo en el local, proyectamos un crecimiento anual de venta de locales de 2,3% para los primeros dos años proyectados. Luego, a partir del año 3, suavizamos el crecimiento al 2% anual.

Evolución de las Ventas Digitales

Como se mencionó anteriormente, las ventas por canales digitales representaron en 2019 el 8,8% de las ventas totales de la compañía, y crecieron en promedio un 30% anual en los últimos 5 años.

La compañía lleva adelante esfuerzos para:

- Realizar entregas de pedidos realizados de forma digital en pocas horas (sistema de entrega en mismo día, a través de la aplicación Shipt, que creció un 90% en 2019).
- Ofrecer a los clientes retirar sus compras ya empaquetadas a través de la metodología “Drive Up” (retiro de pedidos desde un automóvil), que creció un 500% en 2019 o “Pick Up” (retiro de pedidos del cliente a pie), que creció un 50% en 2019.
- Ofrecer en sus plataformas digitales productos exclusivos, que no se venden en los locales

- Trabajar con sistemas de administración de datos y algoritmos predictivos que permitan anticipar demandas de los usuarios, y así realizar una correcta distribución de los inventarios entre locales de la firma.

A su vez, la compañía realiza capacitaciones del personal y remodelaciones en los locales para que desde estos espacios se preparen y despachen más del 80% de las entregas de pedidos digitales.

Con todo lo expuesto anteriormente, creemos que tiene sentido proyectar que las ventas digitales seguirán creciendo a un ritmo del 25% en los siguientes 2 años, y luego, a partir del 3er año, a un ritmo del 15%, en la medida que las ventas digitales pasan a representar un porcentaje más grande de las ventas totales. Finalmente, se asume que el año 2024, las ventas digitales crecen un 10% anual. De esta forma en 2024, las ventas digitales pasan a representar el 15,6% de las ventas totales de la compañía.

Apertura de Nuevas Tiendas

Además de analizar el crecimiento de ventas de same store sales, tenemos que analizar las ventas incrementales que se generan por las nuevas aperturas de locales cada año.

Target es una empresa que supo expandirse por los Estados Unidos a lo largo de los años, y ya cuenta con locales en todos los estados del país. Es por esto por lo que la empresa no opta por seguir abriendo agresivamente nuevos locales, sino que realiza aperturas estratégicas, en centros urbanos densamente poblados y en ciudades universitarias con formatos de locales más pequeños. Al cierre de los estados financieros anuales de 2019, la empresa ya contaba con 100 locales con este formato, y en la llamada con inversores para revisar los resultados del último trimestre de 2019, la empresa anunció que continuaría con esta estrategia de apertura de locales, abriendo 36 nuevos locales en 2020, y alrededor de 30 desde 2021 en adelante. Tomamos la información suministrada por el equipo directivo de la compañía como base para definir la cantidad de aperturas en los próximos años.

Cuadro 21: Venta promedio por local de Target

Año		2015	2016	2017	2018	2019
Ventas Totales	USD Millones	69.970	70.271	72.714	75.356	78.112
% Venta Digital		3,40%	4,40%	5,50%	7,10%	8,80%
Venta Digital	USD Millones	2.379	3.092	3.999	5.350	6.874
Venta en Locales	USD Millones	67.591	67.179	68.715	70.006	71.238
Cantidad de Locales	Unidades	1.792	1.802	1.822	1.844	1.868
Venta Promedio por Local	USD Millones	37,72	37,28	37,71	37,96	38,14

Fuente: Estados Financieros Target, y elaboración propia

Aclaración cuadro 21: las ventas de 2015 fueron ajustadas, para restar las ventas del negocio de CVS que fue vendido en ese año, para generar uniformidad en los datos analizados.

Para entender el monto de ventas que agrega en promedio un local nuevo, le restamos a las ventas totales de la compañía las que se generaron por canales digitales, y las dividimos por la cantidad de locales abiertos al finalizar el año. Entendemos que el cálculo sería más preciso si pudiéramos distinguir que cantidad de locales se incluyen dentro del grupo Same Store Sales, y cuales son considerados locales nuevos, pero Target no provee esa apertura de información.

Este cálculo es una aproximación, dado que los locales nuevos no suelen abrir el primer día del año, y, por consiguiente, no operan todo el año como si lo hacen los locales que ya estaban abiertos el año anterior, y a su vez, los locales nuevos tardan unos meses, incluso años en alcanzar su máximo potencial de ventas, en la medida que va ganando consumidores que eligen hacer sus compras allí. También dependen las ventas de cada local de su ubicación, su tamaño y su oferta de productos, estas variables no las podemos segregar en la información que se obtiene de la compañía, y, por lo tanto, consideramos a todos los locales de la misma manera.

Dado que las nuevas aperturas de cada año no abren el primer día del año fiscal, sino que van abriendo en diferentes fechas del año, asumimos que de las ventas incrementales que se calculan para cada año, se genera la mitad, un equivalente a que todas las nuevas aperturas abran sólo 6 meses (es una aproximación, algunos locales abrirán los primeros meses del año, y otros en los últimos, de forma que asumir que todos están abiertos medio año, es un supuesto lógico).

La conclusión, es que asumimos que Target abrirá en 2020 36 locales, y cada uno de ellos generará ventas incrementales por USD 38,14 millones dividido 2, ya que tomamos el último dato disponible de venta promedio por local, que es el de 2019. En conclusión, las ventas incrementales para 2020 por aperturas es de USD 1.373,04 millones/2, lo que es equivalente a USD 687 millones. A partir de 2021, se abrirán 30 locales, y las ventas incrementales generadas por estos locales será de USD 1.144,2 millones/2, lo que es equivalente a USD 572 millones.

Cuadro 22: Proyección de Ventas Anuales (Escenario Base)

Año		2020	2021	2022	2023	2024
Ventas en Nuevos Locales	USD millones	687	572	572	572	572
Ventas en Locales Existentes	USD millones	72.877	75.957	78.644	81.384	84.178
Ventas por Canales Digitales	USD millones	8.593	10.741	12.352	14.204	15.625
Total Ventas	USD millones	82.156	87.270	91.567	96.160	100.375

Fuente: Elaboración propia

c. Margen Operativo

El margen operativo de los últimos 5 años de Target fluctuó entre 6,9% y 5,5%, tal como refleja el cuadro 23 a continuación.

Cuadro 23: Análisis del Margen Operativo

Año	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Margen Operativo (EBIT/Ventas)	6,7%	6,9%	5,8%	5,5%	6,0%	6,2%

Fuente: Estados Financieros Target, y elaboración propia

En los últimos años (a partir de 2017) se verificó un deterioro en el margen operativo respecto a años anteriores, causado por una mejora en los salarios de los empleados de la firma, que se tradujo en mayores costos administrativos. A su vez, si bien la compañía no provee datos precisos, el equipo directivo de la compañía informó que las ventas digitales suelen tener un margen operativo menor, y que esto presiona los márgenes de la empresa. En la llamada de revisión de resultados del último trimestre de 2019, la empresa informó que cuando el pedido digital es armado y despachado desde los locales (el 80% de los pedidos se gestionan de esta forma), el costo de este servicio es menor. A su vez, los sistemas de Drive Up y de Pick Up, también tienen costos menores, porque el retiro del pedido queda a cargo del comprador. En la llamada de revisión de resultados del último trimestre de 2019, Brian Cornell, CEO de la compañía, dijo que a futuro esperaba que la compañía logre trabajar en reducción de inventarios y otras eficiencias que permitan mantener el margen operativo estable, a pesar de que las ventas digitales generarían cada vez un porcentaje más alto de las ventas totales de la empresa.

Por la información expuesta, tomamos como escenario base que el margen operativo del próximo año fiscal se situará en 5,5%, su marca más baja en los últimos 5 años, presionado por un incremento de las ventas por canales digitales, que conllevan márgenes operativos más bajos. Asumimos que la empresa seguirá enfocando sus esfuerzos en reducir costos operativos, y fortalecerá los tipos de compras digitales que menos presionan los márgenes, pero, de todas formas, proyectamos una caída del 0,1% del margen operativo de cada año, en la medida que las

ventas digitales continúan creciendo, hasta situarse en 5,1% en 2024, como se muestra en el cuadro 24 a continuación.

Cuadro 24: Proyección del Margen Operativo de Target (Escenario Base)

Año	2020	2021	2022	2023	2024
Margen Operativo Proyectado	5,50%	5,40%	5,30%	5,20%	5,10%

Fuente: Elaboración Propia

d. Inversiones de Capital

En el cuadro 25 a continuación se incluye un detalle de las inversiones de capital o CapEx (abreviación de capital expenditures en inglés) de la compañía de los últimos ocho años. Las inversiones de capital consideran las erogaciones que realiza la compañía para mantener e incrementar sus bienes de capital, instalaciones y tecnología. Son inversiones que se considera mantendrán o mejorarán la capacidad de la empresa para atender a sus clientes y generar ventas. Son inversiones, y, por lo tanto, pasan a considerarse parte de los activos de la empresa, que se van luego amortizando año a año.

Se observa que en los últimos 3 años la mayor parte de las inversiones fueron destinadas a locales existentes, a mejorar la imagen y la experiencia del usuario al visitar tiendas de la cadena.

En 2017, Target lanzó un plan de remodelación de locales, con la idea de que para que su negocio siga siendo exitoso, era imprescindible ofrecer una experiencia de alta calidad al consumidor, desde la estética y desde la tecnología. Entre 2017 y 2019, la compañía remodeló 700 locales, y para 2020, el plan de la compañía era remodelar 300 locales más. (Eso significaría, remodelar en 4 años más del 50% de los locales de la compañía, un plan muy ambicioso). A partir de 2021, el objetivo de la compañía es continuar remodelando locales, pero a un ritmo menor (150 a 200 locales por año).

Los únicos años en los que la inversión en nuevos locales fue significativa, sumando en dos años un capex de USD 3.000 millones fueron 2012 y 2013, años en los que se invirtió fuertemente en la expansión de Target a Canadá, abriendo más de 130 locales en 2 años (locales que luego fueron cerrados por bajas ventas). A partir de 2014 la compañía abrió pocos locales por año, un promedio de 20 por año, y en los últimos tres años se enfocó en aperturas de locales más pequeños, en zonas urbanas o cerca de campus universitarios y sobre tierras alquiladas, lo que redujo el capex requerido por apertura. Consideramos la expansión de nuevos locales en Canadá una situación aislada, que tuvo que ver con una estrategia de la compañía que luego fue

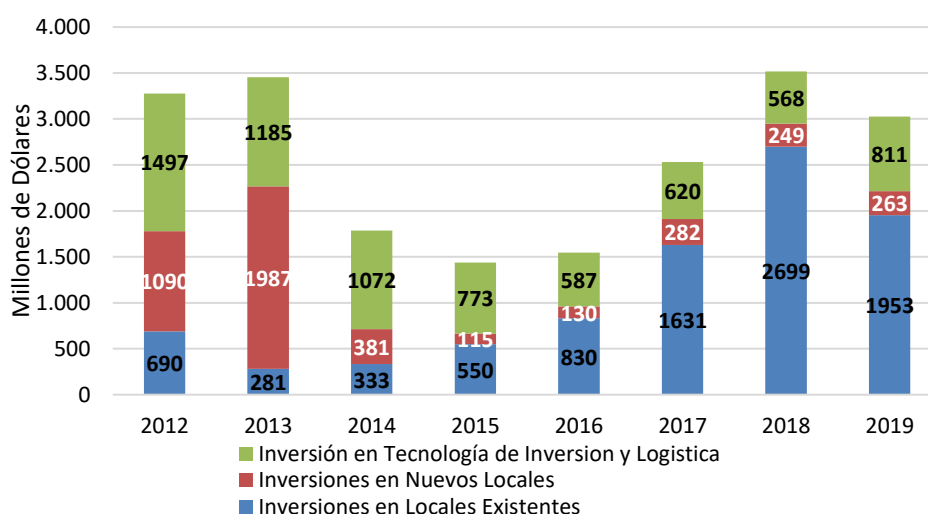
abandonada, por lo tanto, para la proyección de aperturas de nuevos locales, tomaremos los antecedentes de los años posteriores, desde 2014, en los que se abrieron tiendas únicamente en Estados Unidos. En la llamada con inversores para revisar los resultados del cuarto trimestre de 2019, el equipo directivo de la compañía informó que el plan para 2020 era abrir 36 locales, y a partir de 2021, 30 locales en promedio. Para calcular la inversión en nuevos locales a futuro, dividiremos la inversión realizada en locales a partir de 2014 por la cantidad de locales que se abrieron en cada año, para entender en promedio, cual es el costo de cada apertura.

Target también destinó consistentemente parte de su inversión de capital anual en tecnología y logística, buscando mejorar sus cadenas de distribución. Las fuertes inversiones en estos conceptos entre 2012 y 2015 se destinaron al desarrollo de la tecnología e implementación en todos los locales de la cadena de las tarjetas Target RED, un programa de crédito y fidelización a clientes, ofreciendo descuentos en todas las compras realizadas con estas tarjetas, beneficios en el envío de productos, productos exclusivos para miembros, y mayor plazo para realizar devoluciones. Estas tarjetas pueden ser de débito o crédito, en el caso de estas últimas, dando créditos a compradores de Target para comprar en los locales (este financiamiento se otorga en asociación con el banco TD). En 2019, las ventas realizadas a través de tarjetas Target RED era del 25% del total de ventas.

En 2017, la compañía compró por USD 550 millones una aplicación especializada en envío de productos comprados en empresas minoristas llamada Shipt Inc. Esta herramienta permite mejorar la logística y hacer entregas de pedidos en el mismo día, incluso con una o pocas horas de demora, o la posibilidad de hacer el pedido de forma digital y sólo pasar por el local a retirar la mercadería. Si bien esta tecnología fue adquirida por Target, y es líder en el servicio de entrega en el mismo día, la empresa vende el servicio de la plataforma a otras compañías, como CVS y PepCo, por lo que Target obtiene un ingreso extra para sus arcas. En el último año, un 30% de las personas que usaron el servicio de pedidos en el mismo día, nunca habían comprado en las tiendas digitales de Target.

Target es una compañía que opta por innovar, y buscar formas de hacer crecer sus ventas tanto en locales, como por ventas digitales. En los últimos tres años el esfuerzo fue principalmente destinado a mejorar la experiencia del consumidor en los locales, y de acuerdo con el equipo directivo de la empresa, esta estrategia se mantendrá en los próximos años.

Cuadro 25: Inversiones de capital entre 2012 y 2019



Fuente: Estados Financieros de Target Corporation y elaboración propia

Para proyectar las inversiones de capital para los próximos 5 años, se proyecta la apertura de locales en 36 nuevas tiendas para 2020, y 30 locales a partir de 2021 en adelante, de acuerdo con la información provista por la empresa en su revisión de resultados del cuarto trimestre de 2019 con inversores. Se proyecta que la compañía continuará abriendo sólo locales estratégicos, y de menor tamaño, en zonas urbanas o cercanas a centros universitarios.

Para calcular el costo de abrir una nueva tienda, se toma el costo promedio por apertura de los últimos 3 años:

Cuadro 26: Inversión Promedio por Nuevo Local

Año	2017	2018	2019
Cantidad de Aperturas	32	29	26
Capex nuevas Aperturas (USD millones)	282	249	263
Capex por local nuevo (USD millones)	8,81	8,59	10,1
Capex Promedio por local (USD millones)	9,17		

Fuente: Target Corporation y elaboración propia

Se proyectan las siguientes inversiones en locales para los próximos años:

Inversión en nuevos locales para 2020: USD 9,17 millones x 36 = USD 330,12 millones

Inversión en nuevos locales para 2021 en adelante: USD 9,17 millones x 30 = USD 275,1 millones

En cuanto a las inversiones en tecnología y logística, se toma un promedio de los últimos cinco años, en los que se invirtió en sistemas logísticos y el desarrollo de la tienda digital, una vez que

las inversiones para el desarrollo de Target REDcard fueron culminadas. Esto arroja un promedio de USD 672 millones por año.

Con relación a las inversiones en locales existentes, sabemos que desde 2017 se trabaja en un proyecto de remodelación ambicioso, y según la propia compañía, en 2020 se estiman inversiones fuertes en este segmento, con 300 remodelaciones y luego, se mantendrán las inversiones en este rubro, pero a un ritmo menor. Con toda esta información, creemos que corresponde proyectar una fuerte inversión en 2020, de 2000 millones de dólares en este rubro, y a partir de 2021, inversiones de 1500 millones de dólares.

En conclusión, la inversión de capital proyectada para 2020 queda en $330,12 + 672 + 2000 = 3002,12$ millones de dólares, y para 2021 en adelante, la proyección es de 2447,1 millones de dólares.

e. Amortizaciones y Depreciaciones

Las amortizaciones y depreciaciones de los activos se aplican para registrar el desgaste sufrido por las instalaciones y maquinaria de la empresa, debido a su uso, antigüedad y potencial obsolescencia. Es importante calcular el monto de amortizaciones y depreciaciones de una empresa, ya que, al momento de calcular el impuesto a las ganancias de la empresa, las amortizaciones y depreciaciones se pueden tomar como un deducible permitido del monto a pagar.

Para calcular el ratio de amortizaciones y depreciaciones de la compañía por año, dado que la compañía no provee información de la antigüedad de sus propiedades y equipos, lo que se hace es revisar cual fue el monto de las amortizaciones de los últimos años, y compararlo con el monto de los activos amortizables (propiedades y equipos) de la compañía, para estimar un promedio de cuál fue la amortización promedio de los últimos cinco años fiscales.

En el cuadro 27 a continuación, se observa que en promedio las amortizaciones en los últimos 5 años correspondieron al 5,1% del valor de las propiedades y equipos de la empresa, con una tendencia relativamente estable.

En línea con la proyección de inversiones de capital, estimamos que las líneas correspondientes a edificios, a activos fijos y a equipos irán creciendo conforme se hagan las inversiones de capital, tal como fueron incrementándose en los últimos años. En consecuencia, habrá bienes que en los próximos años estén 100% amortizados, pero también se agregarán nuevos activos a ser

amortizados, entonces el efecto de los bienes ya amortizados será compensado con la amortización de nuevos activos se sumarán al cálculo.

Es por esto por lo que consideramos una proyección razonable estimar las amortizaciones en un 5,1% para los próximos años de operación de Target.

Cuadro 27: Análisis de Amortizaciones

Análisis de Amortizaciones		2015	2016	2017	2018	2019
Amortizaciones	USD Millones	2.213	2.045	2.225	2.224	2.357
Terrenos	USD Millones	6.125	6.106	6.095	6.064	6.036
Edificios	USD Millones	27.059	27.611	28.396	29.240	30.603
Activos Fijos y Equipos	USD Millones	7.964	8.154	8.268	8.456	8.775
Construcción en Progreso	USD Millones	315	200	440	460	533
Total Propiedades y Equipos	USD Millones	41.463	42.071	43.199	44.220	45.947
Amortización	%	5,34%	4,86%	5,15%	5,03%	5,13%

Fuente: Estados Financieros Target Corporation y elaboración propia.

A continuación, analizamos el crecimiento del activo fijo de la empresa en los últimos 5 años. Teniendo en cuenta que la empresa espera seguir invirtiendo en los próximos años, y que, en los últimos años, Target estuvo creciendo de forma sostenida, consideramos que el crecimiento de las propiedades y equipos de los últimos 5 años son representativos de lo que puede seguir creciendo este rubro del balance en los próximos años.

Cuadro 28: Análisis del Activo Fijo

Análisis Activo Fijo		2014	2015	2016	2017	2018	2019
Total Propiedades y Equipo	USD Millones	41.064	41.463	42.071	43.199	44.220	45.947
Crecimiento	%		1,0%	1,5%	2,7%	2,4%	3,9%
Crecimiento Promedio					2,3%		

Fuente: Estados Financieros Target Corporation y elaboración propia.

Para la valuación de la compañía, proyectaremos el crecimiento del activo fijo a un ritmo de 2,3% constante para los próximos 5 años.

Cuadro 29: Proyección de Propiedades y Equipos, y sus Amortizaciones y Depreciaciones

Año		2020	2021	2022	2023	2024
Propiedades y Equipos	USD Millones	46.993,5	48.063,8	49.158,6	50.278,2	51.423,4
Amortizaciones y Depreciaciones	USD Millones	2.396,7	2.451,3	2.507,1	2.564,2	2.622,6

Fuente: Elaboración Propia

En conclusión, el cuadro 29, ilustra cual es el monto proyectado para cada año entre 2020 y 2024, tomando como premisa un crecimiento promedio de los activos amortizables de 2,3% y un crecimiento de las amortizaciones de 5,1%.

f. Capital de Trabajo

Para la proyección del capital de trabajo tomamos como base los últimos cinco años de operación de Target, que son los que estuvimos analizando previamente.

Para hacer el cálculo de la variación del capital de trabajo, que se tomará en cuenta en la valuación de la compañía, utilizaremos la fórmula de la rotación del capital de trabajo, que compara la evolución de ventas, versus la evolución del capital de trabajo en cada año.

Rotación de capital de trabajo: Ventas / (Activo Corriente Promedio/Pasivo Corriente Promedio)

Cuadro 30: Rotación del Capital de Trabajo

		2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas	USD Millones	72.618	73.165	70.271	72.714	75.356	78.112
Activo Corriente	USD Millones	13.624	14.130	11.990	12.564	12.519	12.902
Promedio Activo Corriente	USD Millones		13.877	13.060	12.277	12.542	12.711
Pasivo Corriente	USD Millones	11.736	12.622	12.708	13.201	15.014	14.487
Promedio Pasivo Corriente	USD Millones		12.179	12.665	12.955	14.108	14.751
Rotación de Capital de Trabajo	Veces		43,09	177,90	(107,33)	(48,12)	(38,29)
Promedio Rotación Capital de Trabajo	Veces				5,45		
Mediana Rotación Capital de Trabajo	Veces				-38,29		

Fuente: Estados Financieros de Target Corporation y elaboración propia

En el cuadro 30 se observa que en los últimos 5 años el capital de trabajo rotó en promedio 5,45 veces. Dado que hubo mucha variación interanual en la rotación del capital de trabajo, se decide tomar la mediana de la rotación, que toma el valor medio de las observaciones incorporadas, y que en este caso coincide con la rotación del capital de trabajo de 2019.

La conclusión es que el capital de trabajo es negativo y rota 38,29 veces, de forma que dividiremos las ventas proyectadas por este monto para calcular cual es el capital de trabajo de cada año fiscal.

Es importante destacar que la compañía contó en sus últimos tres balances anuales con capital de trabajo negativo, de forma que, en lugar de necesitar financiar su capital de trabajo, el capital de trabajo financió la operación de la compañía (generó un sobrante de caja que la compañía pudo usar para financiar su operación). Asumiremos que esta tendencia se mantiene en los siguientes

cuatro años, y entonces a medida que se aumenten las ventas, el capital de trabajo generará un sobrante de caja para la compañía. Sin embargo, a partir del año 5, revertiremos la tendencia de esta cuenta, ya que estimamos que en el futuro en algún punto los proveedores de Target no estarán dispuestos a aceptar largos plazos de pago por parte de Target, y cuentas a pagar cada vez más elevadas, y el día que esto suceda, Target necesitará contar con caja para financiar el diferencial de caja generado por un capital de trabajo positivo (activo corriente más alto que el pasivo corriente). En el año 5, asumimos que Target necesitará USD 500 millones para cubrir el diferencial de capital de trabajo, por una reducción del plazo promedio de pago a los proveedores.

g. Cálculo del Valor Terminal de la Firma

El valor terminal de la empresa se debe tener en cuenta ya que Target seguirá operando luego de los 5 años que estamos proyectando. El valor de esos años de operación se incluye como un solo factor, que es el valor terminal de la firma.

El valor terminal de la firma depende principalmente de la estimación de g , que es el crecimiento constante de largo plazo que se estima para el Free Cash Flow de la empresa. Si bien se sabe que las compañías no crecen de forma constante a la misma tasa todos los años, se toma un indicador que promedie el crecimiento esperado. En el caso de Target, por ser una compañía que depende principalmente de la evolución del crecimiento de la industria del retail de Estados Unidos, estimamos un crecimiento anual del 2%, que está en línea con la inflación objetivo de la reserva de Estados Unidos¹². Dado que la compañía ya tiene más de 100 años, y se presume que podría operar sin problema otros 100 años más, al crecimiento por inflación, le sumamos el crecimiento demográfico proyectado para Estados Unidos, ya que, al crecer la cantidad de población en el país, se presume que crecerán también la cantidad de personas que compran en Target. De acuerdo con análisis llevados adelante por la United States Census Bureau¹³, la población de Estados Unidos podría crecer de 323 millones de habitantes en 2016 a 447 millones en 2060, dependiendo de cuan flexible sea el departamento de inmigraciones de Estados Unidos. En escenarios de mucha flexibilidad y apertura, se estiman 447 millones de habitantes en 2060, y, por lo contrario, en escenarios de fronteras cerradas, se estima que la población podría mantenerse estable, o incluso decrecer a 320 millones en 2060. Para tomar un supuesto

¹² https://www.federalreserve.gov/faqs/money_12848.htm

¹³ <https://www.census.gov/content/dam/Census/library/publications/2020/demo/p25-1146.pdf>

moderado, asumimos que la población crecerá un 0,6% anual de forma constante, llegando a los 420 millones de habitantes en 2060.

Si analizamos la historia reciente de la compañía, observamos que en muchos años la compañía logró crecer por encima del crecimiento de la industria del retail de Estados Unidos, y por encima de la inflación anual de Estados Unidos. Pero si se analiza el crecimiento de largo plazo, es muy difícil que una compañía consistentemente crezca por encima de la inflación, o por encima de la industria a la que pertenece. Es por esto por lo que, para hacer un supuesto moderado, asumimos el crecimiento proyectado de largo plazo en 2% (inflación) + 0,6% (crecimiento demográfico).

Fórmula Valor Terminal:

$$\frac{\text{FCF (año 2024)} \times (1 + g)}{(\text{WACC} - g)}$$

g = tasa de crecimiento perpetuo proyectada para el free cash flow

WACC = Weighted Average Cost of Capital (Promedio ponderado del costo de capital), es la misma tasa de descuento que luego se utilizará para descontar todos los FCF proyectados de la firma (este concepto se explicará más a detalle en el capítulo sobre el cálculo de la tasa de descuento).

h. Cálculo del Flujo de Fondos

Una vez estimadas las proyecciones de ventas, sus costos asociados, y todas las variables que definen el flujo de caja libre proyectado, se procede a aplicar a fórmula del Free Cash Flow, definida a continuación:

$$\begin{aligned} & \text{EBIT} \times (1 - \text{Impuesto Aplicable}) \\ & (-) \text{Inversiones de Capital (CapEx)} \\ & (+) \text{Depreciaciones} \\ & (+/-) \text{Variación del Capital de Trabajo} \\ & \hline & \text{FREE CASH FLOW (FLUJO DE CAJA LIBRE)} \end{aligned}$$

Esta fórmula se aplica para estimar el flujo de caja libre de cada uno de los años proyectados.

i. Cálculo de la Tasa de Descuento (WACC)

La tasa de descuento utilizada para la valuación será el promedio ponderado del costo del capital, WACC (por sus siglas en inglés, Weighted Average Cost of Capital).

Para calcular la tasa WACC, se tiene en cuenta la estructura de capital actual de la compañía, las proporciones de deuda y equity con las que opera la firma, además de estimar el costo de financiarse con cada uno de ellos.

$$\text{WACC} = \frac{\text{Monto Equity}}{\text{Equity} + \text{Deuda}} \times \text{Ke} + \frac{\text{Monto Deuda}}{\text{Equity} + \text{Deuda}} \times \text{Kd} \times (1 - \text{Tasa impositiva})$$

Donde:

WACC = Costo Promedio Ponderado del Capital

Ke = Rendimiento o tasa del capital accionista

Kd = Rendimiento o tasa de la deuda financiera

Equity/ (Equity + Deuda) = Proporción del equity en el financiamiento total de la compañía

Deuda/ (Equity + Deuda) = Proporción de la deuda en el financiamiento total de la compañía

Para definir cuál es el peso de la deuda a utilizar en la fórmula descrita, hay que revisar los estados financieros más recientes de la empresa, ya la deuda se considera al valor libro más reciente. En el balance publicado por la compañía con fecha de cierre 1/2/2020, el monto de la deuda era de USD 13.774 millones, con la siguiente composición:

Cuadro 31: Composición de la Deuda Financiera al 1/2/2020

Composición de la Deuda	Monto (Millones de USD)
Deuda Corriente	161
Deuda No Corriente	13.613
Total Deuda	13.774

Fuente: Estados Financieros de Target Corporation y elaboración propia

Para determinar el costo de la deuda, se analiza la cotización de un bono de Target Corporation, con vencimiento dentro de 10 años, coincidente con el vencimiento del bono del tesoro de Estados Unidos que se está tomando como libre de riesgo para este ejercicio. La fecha de cotización que vamos a tomar para este análisis es el de la fecha de la valuación, al 1 de febrero

2020. Esta tasa de rendimiento puede ser tomada como el costo marginal de deuda, es decir cuál sería la tasa que pagaría la compañía en ese momento por la emisión de nueva deuda, dado que se está tomando la tasa de mercado actual de la deuda emitida en el pasado.

Cuadro 32: Rendimiento del bono de referencia de Target para determinar el costo de deuda financiera

Bono TARGET 19/29	Target Corporation
Cupón	3,38%
Frecuencia de Pago	Semestral
Día de Emisión	27/3/2019
Día de Vencimiento	15/4/2029
Monto de Emisión (USD Millones)	1000
Precio de Mercado 1/2/2020	109,7
TIR	2,43%

Fuente: Business Insider y elaboración propia

En conclusión, se tomará el valor de la TIR del bono Target 19/29 de 2,43% como el costo de la deuda de la compañía, Kd, a ser incorporado como uno de los inputs para el cálculo de la WACC.

Para entender cuál es el capital integrado por los accionistas, hay que tomar el valor de mercado de cada acción al momento en el que estamos efectuando la valuación de la compañía, es decir al 1 de febrero de 2020, y a ese monto, se lo multiplica por la cantidad de acciones emitidas por Target. Target Corporation es una compañía que cotiza en el NYSE (New York Security Exchange, por sus siglas en inglés, lo que significa Bolsa de Valores de Nueva York), y a dicha fecha cada acción valía USD 110,74, con el código TGT. La cantidad de acciones en circulación era de 504.200.000, por lo que se puede concluir que la capitalización bursátil era de USD 55.835,11 millones.

Conociendo el monto total de la deuda y de la capitalización bursátil al 1 de febrero de 2020, procedemos a analizar cuál es la proporción de deuda y de equity que debemos tener en cuenta para el cálculo de la WACC, en función del porcentaje del financiamiento de Target que se genera con cada una de dichas fuentes.

Cuadro 33: Proporción Deuda y Capital Accionario

Deuda Financiera	USD Millones	13.744	19,8%
al 1/2/2020			
Número de Acciones	Millones	504,2	
Valor Mercado Acción Target	USD	110,74	
Capitalización de Mercado	USD Millones	55.835	80,2%

Fuente: Business Insider, Yahoo Finance y elaboración propia

A continuación, se procede a calcular el costo del capital propio, utilizando el método CAPM (por sus siglas del inglés, Capital Asset Pricing Model). El método CAPM analiza cual es el rendimiento exigido para una acción, en función del rendimiento que tiene un activo libre de riesgo en ese mercado, el rendimiento de las acciones en su conjunto, y la volatilidad que tiene la acción que se está analizando con relación a como varían los rendimientos de mercado.

Fórmula del CAPM: Tasa libre de riesgo + Beta x (Retorno del mercado – Tasa libre de riesgo)

Tasa libre de riesgo: Si bien no existe inversión que realmente no tenga ningún tipo de riesgo, en el mercado comúnmente se utiliza la tasa de rendimiento de un bono de la reserva federal de Estados Unidos como lo más cercano a libre de riesgo, ya que se considera que es muy difícil, casi imposible, que la reserva federal de Estados Unidos no cumpla sus compromisos financieros. Se toma el bono a 10 años, que se considera que es un plazo razonablemente largo (los bonos de 30 años suelen ser menos líquidos). La tasa publicada del bono al 1/2/2020 era de 1,51%¹⁴.

Retorno del mercado: Para definir la tasa que corresponde en esta sección de la fórmula debemos revisar cual es el mercado del que participa Target, que es el mercado de acciones de Estados Unidos. Podemos tomar referencia del rendimiento para este mercado, el rendimiento del índice S&P 500, que lo podemos considerar un índice representativo de diferentes acciones estadounidenses. El retorno promedio de los últimos 15 años del índice S&P 500 fue de 9,23%.

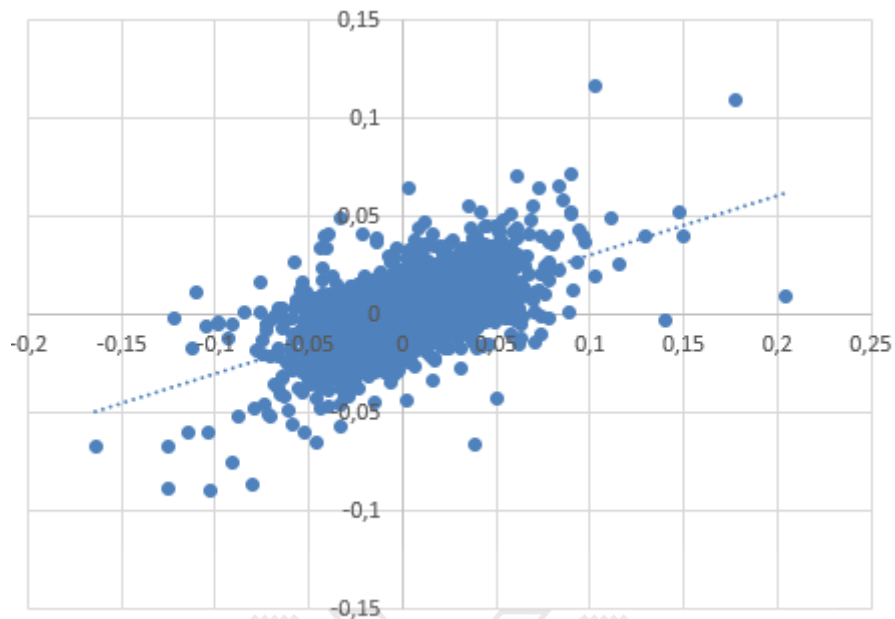
Beta de la acción: Para conocer cuál es el beta de la acción de Target, lo que hacemos es realizar un cálculo de regresión entre los retornos diarios de Target en los últimos 30 años (variable y), versus el retorno del índice S&P 500 en el mismo período (variable x).

El resultado es que el beta de la compañía es de 0,99, lo que significa que se trata de una acción muy estable, que tiene una varianza casi igual que el índice, lo que tiene sentido ya que los bienes que vende Target apuntan a cubrir necesidades básicas de la población, y tienen precios bajos. Esto quiere decir que las acciones de Target tienen el mismo riesgo sistémico que quien compra activos financieros que repliquen los retornos arrojados por el índice S&P 500.

La función es resultante es: $y = 0,99x + 0,0003$

¹⁴ <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10>

Cuadro 34: Cálculo del Beta de la Acción de Target



Fuente: Yahoo Finance y elaboración propia

Al analizar los betas de la industria del retail que calcula el profesor Damodaran, observamos que el subgrupo de empresas que pertenecen a la misma industria que Target (Retail general), tienen un beta de 1,14¹⁵, que va en línea con los resultados obtenidos por nuestro cálculo.

Cabe aclarar que si bien el beta es cercano al calculado, no es igual, ya que estamos comparando el dato del beta de Target con un beta promedio de varias compañías, y a que Damodaran usa datos de 3 años y 5 años de historia, semanales y no diarios como el cálculo realizado por este trabajo. Diferentes analistas toman diferentes periodos de observación, y métricas diarias, semanales o incluso mensuales, lo que puede generar una diferencia entre el cálculo de los betas de diferentes analistas.

Ya con toda la información disponible, se procede al cálculo del costo del capital, utilizando la fórmula del CAPM.

$$K_e = 0,0151 + 0,99 * (0,0923 - 0,0151) = 9,15\%$$

Finalmente, se procede al cálculo de la tasa WACC, que es la tasa que se nutre de todos los datos que se fueron calculando, y que utilizaremos como tasa de descuento de los cash flow proyectados de esta valuación:

¹⁵ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

$$WACC = \frac{USD\ 55.835}{USD\ 55.835 + USD\ 13.744} * 9,15\% + \frac{USD\ 13.744}{USD\ 55.835 + USD\ 13.744} * 2,43\% * (1 - 0,21)$$

$$WACC = 7,772\%$$

j. Valuación de la Compañía – Escenario Base

Una vez que contamos con todos los elementos necesarios, procedemos a estimar los flujos de fondos proyectados para la compañía para los siguientes 5 años.

Cuadro 35: Flujo de Fondos, y Valuación de la Compañía Target en un Escenario Base

Año		2020	2021	2022	2023	2024	Valor Terminal
Año Proyectado		1	2	3	4	5	5
Ventas Nuevos Locales	USD Millones	687	572	572	572	572	
Venta Locales Existentes	USD Millones	72.877	75.957	78.644	81.384	84.178	
Ventas Canales Digitales	USD Millones	8.593	10.741	12.352	14.204	15.625	
Total Ventas	USD Millones	82.156	87.270	91.568	96.160	100.375	
Margen Operativo		5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	
EBIT	USD Millones	4.519	4.713	4.853	5.000	5.119	
(-) Impuesto (21%)	USD Millones	(949)	(990)	(1.019)	(1.050)	(1.075)	
EBT	USD Millones	3.570	3.723	3.834	3.950	4.044	
(+) Amortizaciones	USD Millones	2.397	2.451	2.507	2.564	2.623	
(-) Capex	USD Millones	(3.002)	(2.447)	(2.447)	(2.447)	(2.447)	
(+/-) Var. Capital de Trabajo	USD Millones	106	134	112	120	(500)	
Flujo de caja libre	USD Millones	3.070	3.861	4.006	4.187	3.720	74.538
WACC		7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Factor de Descuento		1,08	1,16	1,25	1,35	1,45	1,45
Valor Presente	USD Millones	2.850	3.327	3.205	3.110	2.565	51.392
Valor Presente Target	USD Millones			66.449			

Fuente: Elaboración Propia

Como se puede observar, esta primera valuación de la compañía se realizó asumiendo que la empresa evolucionará de acuerdo con los cálculos de ventas, márgenes operativos, inversión en capital y aumento del capital de trabajo descriptos anteriormente, que consideran una evolución esperable, en función de la historia reciente de la compañía, y de una economía estadounidense que creció de forma sostenida en los últimos años. Sumando el valor presente de estos flujos de fondos, alcanzamos el valor de la compañía, denominado en inglés Enterprise Value. Este valor considera lo que vale toda la compañía en su conjunto. Para calcular el valor únicamente de sus acciones, debemos ajustar el monto del EV (USD 66.449 millones), restando la deuda financiera y sumando la caja de la compañía.

Cuadro 36: Valor del Capital y Precio por Acción de Target (Escenario base)

Valor Compañía	USD Millones	66.449
(-) Valor Deuda Financiera	USD Millones	13.744
(+) Efectivo y Equivalentes	USD Millones	2.577
Valor de las Acciones	USD Millones	55.282
Cantidad de Acciones	USD Millones	504.200.000
Precio por Acción	USD	109,64

Fuente: Elaboración Propia

En conclusión, dividiendo el valor del patrimonio neto de la compañía, por la cantidad de acciones disponibles de Target al 1/2/2020, el resultado es que cada acción de Target valía USD 109,64.

k. Valuación de la Compañía - Escenarios Alternativos

Para verificar la sensibilidad de los cálculos realizados a fluctuaciones de las variables clave que utilizamos para estimar el valor de la compañía, tomaremos diferentes supuestos, y analizaremos como estos repercuten en el valor por acción de la empresa. Vamos a considerar un escenario optimista, en el que se crece y se obtienen mejores resultados que los históricos, y por otro lado tomaremos supuestos más negativos, y veremos el posible impacto que estos tendrían en el valor de la acción de Target.

Escenario Optimista

Al analizar cuáles serían los resultados de un escenario de crecimiento optimista para la compañía, se analiza una situación en la que Target logra consolidarse en el mercado de ventas en línea, y logra hacer crecer este tipo de ventas en los próximos cinco años, posicionándose como una de las marcas más importantes de venta de productos de supermercado en forma digital (sólo superada por Amazon y por Walmart). Este efecto hace crecer la línea de ventas digitales, que pasan a representar el 19,6% de la venta total de la compañía en 2024. En este escenario, la compañía mantiene el crecimiento del 30% anual de sus ventas digitales hasta 2023, en línea con el crecimiento observado entre 2015 y 2019, y en 2024, pasan a crecer un 10% anual.

A su vez, se asume que los esfuerzos de la compañía en remodelar sus locales existentes, y potenciar la experiencia de los clientes que visitan sus locales tiene sus frutos, y las ventas en locales crecen un 3% anual entre 2020 y 2024, por encima del crecimiento estimado para la industria del 2% anual.

Las aperturas de locales se mantienen iguales que en el escenario base, y con la mismos resultados proyectados. De esta forma, las ventas totales en este escenario quedan conformadas de la siguiente manera:

Cuadro 37: Proyección de Ventas de Target (Escenario Optimista)

Año		2020	2021	2022	2023	2024
Ventas en Nuevos Locales	USD millones	687	572	572	572	572
Ventas en Locales Existentes	USD millones	73.375	76.991	80.479	84.072	87.773
Ventas por Canales Digitales	USD millones	8.936	11.617	15.102	19.633	21.596
Total Ventas	USD millones	82.998	89.180	96.153	104.277	109.941

Fuente: Elaboración propia

En cuanto al margen operativo, asumimos en este escenario que, si bien las ventas digitales crecen, la compañía logra alcanzar eficiencias en sus costos operativos que permiten amortiguar el efecto del costo extra que suponen las ventas por canales digitales, y, por consiguiente, en todos los años proyectados, el margen operativo se mantiene en 5,5%.

Al analizar el capital de trabajo en este escenario, asumimos que se mantiene negativo para todo el periodo analizado, y, por consiguiente, todos los años aporta fondeo adicional a la compañía.

Las inversiones y el supuesto de crecimiento del valor terminal de la firma se mantienen iguales a los proyectados en el escenario base.

Consideramos que este escenario es optimista, pero no es imposible, ya que las ventas digitales de Target muestran un crecimiento elevado en los últimos años, y la compañía estuvo invirtiendo muy fuerte en mejorar la logística de los envíos, y la infraestructura de administración de pedidos realizados por medios digitales, para estar lista para crecer en las ventas por este canal. A su vez, dadas las inversiones en los locales existentes, y en las iniciativas que está llevando la compañía para innovar y dar una experiencia distinta a los clientes que compran en sus locales, el crecimiento proyectado para los locales podría ser un resultado alcanzable.

Cuadro 38: Flujo de Fondos, y Valuación de la compañía Target en un Escenario Optimista

Año		2020	2021	2022	2023	2024	Valor Terminal
Año Proyectado		1	2	3	4	5	5
Ventas Nuevos Locales	USD Millones	687	572	572	572	572	
Venta Locales Existentes	USD Millones	73.375	76.991	80.479	84.072	87.773	
Ventas Canales Digitales	USD Millones	8.936	11.617	15.102	19.633	21.596	
Total Ventas	USD Millones	82.998	89.180	96.153	104.277	109.941	
Margen Operativo		5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
EBIT	USD Millones	4.565	4.905	5.288	5.735	6.047	
(-) Impuesto (21%)	USD Millones	(959)	(1.030)	(1.111)	(1.204)	(1.270)	
EBT	USD Millones	3.606	3.875	4.178	4.531	4.777	
(+) Amortizaciones	USD Millones	2.397	2.451	2.507	2.564	2.623	
(-) Capex	USD Millones	(3.002)	(2.447)	(2.447)	(2.447)	(2.447)	
(+/-) Var. Capital de Trabajo	USD Millones	128	161	182	212	148	
Flujo de caja libre	USD Millones	3.128	4.041	4.420	4.860	5.100	102.206
WACC		7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Factor de Descuento		1,08	1,16	1,25	1,35	1,45	1,45
Valor Presente	USD Millones	2.904	3.482	3.536	3.610	3.517	70.469
Valor Presente Target	USD Millones			87.517			

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 39: Valor del Capital y Precio por Acción de Target (Escenario Optimista)

Valor Compañía	USD Millones	87.517
(-) Valor Deuda Financiera	USD Millones	13.744
(+) Efectivo y Equivalentes	USD Millones	2.577
Valor del Equity (millones)	USD Millones	76.350
Cantidad de Acciones	USD Millones	504.200.000
Precio por Acción	USD	151,43

Fuente: Elaboración Propia

Bajo este escenario, el valor total del patrimonio neto de la empresa era de USD 87.517 millones y el valor de cada acción de la compañía al 1/2/2020 debía ser de USD 151,43.

Escenario Pesimista

En un escenario pesimista, asumimos que ya sea por razones internas de la compañía, como ser decisiones ineficientes del directorio de la empresa, o por circunstancias macroeconómicas de Estados Unidos:

- Las ventas en locales existentes crecen sólo un 1% anual entre 2020 y 2024
- Las ventas digitales crecen sólo un 5% anual entre 2020 y 2024

- La compañía no logra controlar sus costos operativos, y el margen operativo de la empresa cae al 4,5% anual en 2020, y se mantiene en ese porcentaje hasta 2024.
- El capital de trabajo pasa a requerir fondeo en lugar de generar caja para la compañía, y, por consiguiente, la compañía debe aportar USD 500 millones en 2023 y otros USD 500 millones en 2024 para cubrir la variación de esta cuenta.

Las inversiones y los supuestos de crecimiento del valor terminal de la compañía no se modifican respecto al escenario base.

Cuadro 40: Flujo de Fondos, y Valuación de la compañía Target en un Escenario Pesimista

Año		2020	2021	2022	2023	2024	Valor Terminal
Año Proyectado		1	2	3	4	5	5
Ventas Nuevos Locales	USD Millones	687	572	572	572	572	
Venta Locales Existentes	USD Millones	71.951	74.057	75.953	77.868	79.803	
Ventas Canales Digitales	USD Millones	7.218	7.579	7.958	8.355	8.773	
Total Ventas	USD Millones	79.855	82.207	84.483	86.796	89.148	
Margen Operativo		4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
EBIT	USD Millones	3.593	3.699	3.802	3.906	4.012	
(-) Impuesto (21%)	USD Millones	(755)	(777)	(798)	(820)	(842)	
EBT	USD Millones	2.839	2.922	3.003	3.086	3.169	
(+) Amortizaciones	USD Millones	2.397	2.451	2.507	2.564	2.623	
(-) Capex	USD Millones	(3.002)	(2.447)	(2.447)	(2.447)	(2.447)	
(+/-) Var. Capital de Trabajo	USD Millones	46	61	59	(500)	(500)	
Flujo de caja libre	USD Millones	2.279	2.988	3.123	2.703	2.845	57.005
WACC		7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Factor de Descuento		1,08	1,16	1,25	1,35	1,45	1,45
Valor Presente	USD Millones	2.116	2.575	2.498	2.007	1.961	39.304
Valor Presente Target	USD Millones			50.461			

Fuente: Elaboración Propia

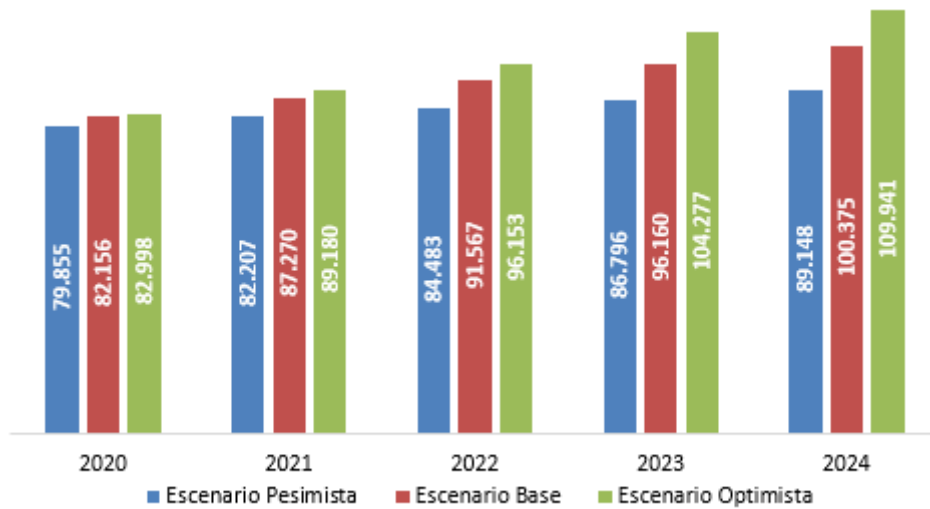
Cuadro 41: Valor del Capital y Precio por Acción de Target (Escenario pesimista)

Valor Compañía	USD Millones	50.461
(-) Valor Deuda Financiera	USD Millones	13.744
(+) Efectivo y Equivalentes	USD Millones	2.577
Valor del Equity (millones)	USD Millones	39.294
Cantidad de Acciones	USD Millones	504.200.000
Precio por Acción	USD	77,93

Fuente: Elaboración Propia

Bajo este escenario, el valor total del patrimonio neto de la empresa era de USD 50.461 millones y el valor de cada acción de la compañía al 1/2/2020 debía ser de USD 77,93.

Cuadro 42: Comparativa Proyección Evolución Ventas por Escenario (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración Propia

I. Valuación de la Compañía – Análisis de los Resultados Obtenidos

En conclusión, la valuación por FCF de la compañía, arroja que el valor de cada acción al 1/2/2020 se encontraba entre USD 77,93 y USD 151,43 y el valor de mercado de la acción era de USD 110,74. Es decir que, con esta información, la recomendación es comprar las acciones de Target, ya que su valor intrínseco es mayor al precio de la acción en el mercado. Se trata de una acción que reparte dividendos de forma constante, lo que genera sobre el precio de USD 110,74 un rendimiento de aproximadamente un 2,17% anual, y si la compañía sigue creciendo al ritmo que lo viene haciendo en los últimos dos años, hay razones para creer que cada acción puede llegar a valer hasta USD 151,43, una revalorización de la acción de casi un 27%. A su vez, la acción de Target tiene un beta de 0,99 similar al del índice que sigue el rendimiento del mercado de acciones de Estados Unidos (S&P 500), de forma que se estaría comprando un activo de riesgo moderado y un gran potencial de ganancia por revalorización del activo.

Se destaca también que Target es una compañía innovadora, que está llevando adelante una estrategia que la diferencia de otras empresas de la industria, y en este sentido, si Target resulta victoriosa, como se desprende de los resultados de sus últimos dos años, va a haber ganado tiempo en el mercado llevando adelante una estrategia muy diferente a las de sus competidores directos, que cierran locales y apuestan a la reducción del personal y de sus sueldos, lo que mejora su posición estratégica frente a sus competidores.

Valuación de la Compañía por Múltiplos Comparables

La segunda metodología que se utilizará para valorar Target es la de los múltiplos comparables. Este método es más sencillo de calcular, y utiliza menos variables, ya que simplemente toma datos de la compañía, y los compara con los de otras empresas públicas que forman parte de la misma industria. Las empresas con las que se compararán los resultados e indicadores de Target deben ser del mismo rubro, y tener características similares a la empresa que estamos valuando.

Para poder hacer una valuación por múltiplos, se necesita que existan empresas comparables a la firma que estamos valuando, y que se trate de empresas públicas, de forma que se pueda acceder a sus datos.

En caso de que los dos métodos de valuación bajo análisis en el presente trabajo final de graduación arrojen resultados muy diferentes, se debería analizar con detenimiento cuales son las causales de la disparidad. El método de flujos descontados es más complejo, se analizan muchas variables, y debería poder ofrecer un resultado más cercano a la valuación intrínseca de la empresa, pero, en definitiva, este método también toma mucha información de los supuestos que quien valúa estima en cuanto a crecimiento de ventas, costos, y tasa de descuento aplicada, y, por lo tanto, los resultados alcanzados serán tan buenos como las estimaciones de las variables clave que haga el analista a cargo de la valuación.

Por el contrario, el método de análisis de múltiplos comparables toma información pública de la compañía y otras empresas comparables, como ser el valor de sus acciones, o el valor de la compañía en su totalidad, y datos de resultados de la compañía, que son públicos, y en ese sentido, es una metodología mucho más directa.

Para realizar la valuación de Target con múltiplo de empresas comparables, se utilizarán los siguientes ratios:

Enterprise Value /Sales (EV/Ventas) → Se analiza el ratio del valor de la compañía (Deuda + Equity), y se lo divide por las ventas generadas por la compañía. Este ratio es utilizado frecuentemente cuando los EBITDAs o EBIT de las compañías son negativos. Su principal limitación radica en que no toma en consideración que las empresas comparables pueden tener márgenes brutos muy diferentes. Cuando se miran EV/Ventas, se deberían utilizar empresas de márgenes similares, ya que, aunque una empresa tenga ventas muy elevadas, si sus costos

también son elevados, o más elevados con relación a los competidores de la industria, mayores ventas no significan un mayor ingreso a las manos del accionista.

Enterprise Value /EBITDA (EV/EBITDA) → Se analiza el ratio del valor de la compañía (Deuda + Equity), y se lo divide por el EBITDA generado por la compañía. Este ratio es muy popular ya que analiza los resultados alcanzados por las compañías, sin que influyan decisiones de financiamiento de cada una, cuestiones impositivas o esquemas de amortización y depreciación de sus activos. Este ratio es particularmente útil para poder comparar rendimientos de empresas que son dueñas de los locales donde operan, y, por consiguiente, sus propiedades y equipos representan un elevado porcentaje de sus activos, y tienen altos niveles de amortizaciones (como es el caso de Target), versus compañías que operan en espacios alquilados.

Los ratios que se seleccionaron son los que más se suelen utilizar en el mercado financiero. Es importante aclarar que según la industria de la que se trate, hay múltiplos que son más y menos utilizados. En los ratios en los que el nivel de deuda no es tenido en cuenta, es posible que haya distorsiones si se comparan empresas con diferentes niveles de endeudamiento, ya que esta deuda repercute en los resultados obtenidos por acción.

Al hacer la selección de empresas comparables, aunque no existen empresas exactamente iguales a Target, se tomarán compañías que trabajen en el mercado minorista de Estados Unidos. Se tomaron para el análisis de comparables a las siguientes empresas:

- Walmart Inc.
- Costco Wholesale Corp.
- Kohl's Corp.
- The Kroger Co.

Se decide no tomar como parte de los comparables a Amazon ya que, si bien es una competidora directa, al tener muy pocos locales físicos y operar principalmente por canales digitales, consideramos que no es una empresa tan comparable como las que si fueron seleccionadas en este análisis.

Cuadro 43: Cálculo de Múltiplos de Empresas Comparables de la Industria del Comercio Minorista
en Estados Unidos

	EV/EBITDA	EV/Ventas
Target Corp	9,51	0,88
Empresas Comparables		
Walmart	11,51	0,74
Cotsco Corp.	19,26	0,81
Kohl's Corp.	6,08	0,62
The Kroger Co.	7,10	0,34
Promedio	10,69	0,68
Mediana	9,31	0,68

Fuente: Estados Financieros Compañías y elaboración propia

Una vez calculados los múltiplos de las compañías comparables, los mismos se utilizarán para estimar el valor de la empresa Target.

EV/EBITDA: El cálculo de la mediana de las empresas comparables arroja un valor de 9,31 veces, lo que significa que el valor ubicado en el medio de las observaciones analizadas indica que el valor de la compañía debería ser 9,31 veces su EBITDA. Dado que estamos hablando de una estimación, y no de un valor fijo, para ser más prudentes, deberíamos hablar de un rango de valores para la compañía de, por ejemplo, tomar un rango de más menos 15%, del valor resultante de multiplicar por 9,31 veces el EBITDA de Target de los estados financieros cerrados en febrero de 2020. Si tomamos ese rango de valor, el resultado es que la compañía al cierre de su último balance anual valía entre USD 57.467 millones y USD 77.750 millones (Enterprise Value). Cabe aclarar que se trabaja con el dato de la mediana, y no con el promedio, ya que, al tratarse de valores muy dispares, de entre 6,08 y 19,26 veces EBITDA, consideramos que es más pertinente tomar el valor ubicado en la medio de las observaciones hechas, y así quitarles peso a los valores más extremos observados. Si queremos conocer el valor de las acciones de Target, tenemos que restarle el valor de su deuda financiera, que era de USD 13.744 millones a fines de enero de 2020. Por último, corresponde sumar el valor del efectivo con el que contaba la compañía, de USD 2.577 millones. En consecuencia, el valor del capital de la compañía al 1/2/2020 era de entre USD 46.300,837 y USD 66.583,603 millones.

Para conocer el valor por acción, dividimos estos dos montos por la cantidad de acciones disponibles en el mercado a la fecha de último cierre financiero, 504.200.000 acciones, lo que resulta en que el valor de la acción de TGT se debía encontrar entre USD 91,83 y USD 132,06.

EV/Ventas: Si replicamos el mismo método sobre el ratio EV/Ventas, observamos que la mediana de observaciones de este ratio en empresas comparables es de 0,68. Nuevamente, para ser más

conservadores, vamos a aplicar un rango de valor más menos 15% al resultado que nos arroje calcular 0,68 veces las últimas ventas anuales reportadas por la compañía, en febrero 2020. Realizamos estos cálculos, y el resultado es que, si valuamos la compañía como 0,68 veces sus ventas, el valor de la empresa al 1/2/2020 se encuentra dentro del rango USD 45.148,736 millones y USD 61.083,584 millones. Nuevamente, para llegar al valor del capital accionario, sumamos la caja y equivalentes disponible (+ USD 2.577 millones) y restamos la deuda financiera (- USD 13.744 millones), lo que arroja un resultado de un valor de compañía de entre USD 33.981,736 y USD 49.916,584 millones.

Para conocer el valor por acción, dividimos estos dos montos por la cantidad de acciones disponibles en el mercado a la fecha de último cierre financiero, 504.200.000 acciones, lo que resulta en que el valor de la acción de TGT se debía encontrar entre USD 67,40 y USD 99.

Cuadro 44: Comparación de los resultados obtenidos mediante cálculo de múltiplos

Múltiplo	Precio Mínimo	Precio Máximo
	USD	USD
EV/EBITDA	91,83	132,06
EV/Ventas	67,40	99,00
Promedio	79,62	115,53
Mediana	79,62	115,53

Fuente: Elaboración propia

Al analizar los resultados obtenidos al calcular los múltiplos de las empresas comparables, y aplicarlos a Target, observamos que la mediana de las observaciones indica que el precio de la acción de Target el 1/2/2020 debería haber sido entre USD 79,62 y USD 115,53. Al comparar estos valores por acción, con el precio al que estaba la acción ese día, USD 110,74, constatamos que el precio de la acción se encontraba muy cerca del rango superior arrojado por la mediana de los indicadores.

Para entender si el valor de la acción de Target debería estar más cerca del límite superior o del límite inferior de los valores calculados en el cuadro 44, analizamos los resultados alcanzados por Target versus las empresas comparables, a través del cuadro 45 a continuación:

Cuadro 45: Análisis Resultados Recientes de Empresas Comparables

Empresas Comparables	Margen Bruto	Margen Neto	Crecimiento Ventas	Crecimiento Resultado Neto
Target	29,76%	4,20%	3,66%	11,71%
Walmart	24,69%	2,84%	1,86%	-1,04%
Cotsco Corp.	12,98%	2,40%	7,86%	16,75%
Kohl's Corp.	39,22%	3,46%	-1,26%	-13,73%
The Kroger Co.	22,07%	1,36%	0,93%	-46,66%
Promedio	25,74%	2,85%	2,61%	-6,59%
Mediana	24,69%	2,84%	1,86%	-1,04%

Fuente: Estados Financieros Compañías y elaboración propia

Al analizar el cuadro 45, se observa que por lejos Target es la compañía que mejores resultados tuvo en los últimos dos años, con un margen neto de 4,2%, por encima de todas las empresas comparables analizadas. A su vez, posee uno de los márgenes brutos más altos del grupo comparable, sólo superado por la empresa Kohl's Corporation, que tiene un porcentaje de las ventas del mercado mucho más pequeño que Target (sólo 1.100 locales, y un 25% de las ventas de Target). Target ostenta en el último año uno de los crecimientos más altos de ventas y de resultado neto de sus empresas comparables, y un fuerte crecimiento en ventas digitales, del 30% promedio anual, cuando el mercado crece a alrededor del 15% anual en conjunto.

En conclusión, al analizar los múltiplos comparables, y los resultados comparables de Target versus otras empresas de su sector, la conclusión es que el precio de la acción de Target se debería encontrar en el extremo superior del rango de precios observados en el mercado, a USD 132,06, o incluso se podría llegar a pensar adecuado un precio algo superior a esa marca, por superar Target en sus resultados de forma consistente a las compañías analizadas. Por lo tanto, a través de un análisis de múltiplos, se alcanza la misma conclusión que con la valuación por flujo de fondos descontados, que es que la acción de Target se encontraba el 1 de febrero a un precio por debajo de su valor, y por lo tanto se recomienda comprar la acción a USD 110,74.

Glosario

CAGR: Acrónimo de Compound Annual Growth Rate, por sus siglas en inglés. Se refiere a la tasa de crecimiento anual compuesto, que permite conocer la tasa de retorno que alcanza una inversión durante un período de tiempo determinado.

Capex (Capital Expenditures): Se refiere a las inversiones de capital que realizan las organizaciones para mantener sus equipos e instalaciones, o para realizar ampliaciones que permitan mejores resultados o el desarrollo de nuevos negocios.

CAPM: Acrónimo de Capital Asset Pricing Model, por sus siglas en inglés.

Cash Flow: Flujo de Caja. Se refiere a los movimientos de caja de una compañía.

Chief Operating Officer: Director de operaciones de una compañía.

DCF: Acrónimo de Discounted Cash Flow. Se refiere al flujo de fondos descontados, que estima el valor presente de los flujos futuros de la compañía, descontándolos a una tasa de descuento.

Dividend Yield: Se refiere al nivel de dividendos por acción que distribuye una compañía, en español se llama retorno por acción.

EBIT: Acrónimo de Earnings Before Interests and Taxes, por sus siglas en inglés. Se refiere al resultado operativo de la compañía. No muestra el efecto del endeudamiento o de los impuestos en el resultado de la compañía.

EBITDA: Acrónimo de Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations, por sus siglas en inglés. Se utiliza para entender la capacidad de la empresa de generar ingresos, descontado los costos directos e indirectos, pero sin analizar el endeudamiento o los impuestos que le corresponde pagar a la compañía.

Equity: Se refiere al capital de la compañía. Este capital se divide en acciones, que determinan que porcentaje de la compañía le corresponde a cada uno de sus accionistas.

EV (Enterprise Value): Se refiere al valor de mercado de la compañía en su conjunto, teniendo en cuenta el valor de su deuda y el valor de sus acciones.

Free Cash Flow: Flujo de caja libre, hace referencia a la liquidez de la compañía luego de inversiones y de cubrir requisitos de capital de trabajo.

KD: Se refiere al costo de la deuda. Es la tasa de rendimiento de mercado de la deuda emitida por la empresa, o la tasa a la que la empresa puede obtener financiamiento en forma de deuda, créditos, o préstamos.

KE: Se refiere al costo del capital propio. Es la tasa de rendimiento que esperan los accionistas del capital propio que se utiliza para fundear una empresa o proyecto.

Peer Group: Grupo de referencia. Se refiere a un grupo de compañías con varias características similares.

Retail: Venta al por menor, comercio minorista.

ROA (Return on Assets): Retorno sobre activo. Ratio que refleja el resultado obtenido por la empresa en relación con los activos que posee, es una métrica utilizada para entender el atractivo de un negocio o empresa.

ROE (Return on Equity): Retorno sobre patrimonio neto, también denominado resultado neto. Ratio que refleja el resultado obtenido por la empresa en relación con el patrimonio neto que posee, es una métrica utilizada para entender el atractivo de un negocio o empresa.

Same Store Sales: Ventas en las mismas tiendas. Métrica utilizada por la industria retail para medir año a año cuales son las ventas alcanzadas por las mismas tiendas y por los mismos canales digitales con los que la empresa contaba en el año anterior. En el caso de Target, se consideran Same Store Sales a las ventas de las tiendas que llevan más de 13 meses abiertas.

WACC: Acrónimo de Weighted Average Cost of Capital, por sus siglas en inglés. Se refiere al costo ponderado promedio de capital. Es la tasa de descuento que se utiliza para estimar el valor presente de los flujos futuros de una empresa o proyecto.

WC (Working Capital): Se refiere al fondo de maniobra que es necesario financiar para la operación habitual de la compañía.

Bibliografía

Libros y Publicaciones

BENNIGA, S. y SARIG, O. 1997. *Corporate Finance: A Valuation Approach*. New York: McGraw-Hill Publishing

BREALEY, R. MYERS S. y ALLEN, F. 2015. *Principios de finanzas corporativas, 9na edición*. New York: McGraw-Hill.

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.

DAMODARAN, A. 2014. *Applied Corporate Finance, 4ta edición*. New York: John Wiley & Sons Inc.

FERNANDEZ, P. 2016. *Valoración de empresas por descuento de flujos: lo fundamental y las complicaciones innecesarias*. IESE Business School.

MODIGLIANI, F. y MILLER, M. 1958. *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*. American Economic Review.

Reportes e Informes

CBRE. 2019. *Retail Innovation Watch: Instore Technology*.

Deloitte. 2019. *Retail Trends 2019*.

Deloitte. 2020. *Retail Trends 2020*.

McKinsey & Company. 2019. *Perspectives on Retail and Consumer Goods*.

Target Corporation. 2015. *2015 Annual Report*.

Target Corporation. 2016. *2016 Annual Report*.

Target Corporation. 2017. *2017 Annual Report*.

Target Corporation. 2018. *2018 Annual Report*.

Target Corporation. 2019. *2019 Annual Report*.

United States Census Bureau. 2020. *Demographic Turning Points for the United States: Population Projections for 2020 to 2060*.

Walmart Inc. 2020. *2020 Annual Report*.

Sitios Web

Target Corporation: <https://investors.target.com/>

Walmart: <https://stock.walmart.com/site-map/default.aspx>

Deloitte: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/consumer-business/articles/retail-distribution-industry-outlook.html>.

Business Insider: <https://www.businessinsider.com/>

Fortune 500: <https://www.fortune.com>

Yahoo Finance: <https://finance.yahoo.com/>

Federal Reserve: <https://www.federalreserve.gov/>

Trading Economics: <https://tradingeconomics.com/>

Statista: <https://www.statista.com/statistics/443495/total-us-retail-sales/>

The World Bank: <https://data.worldbank.org/>

Damodaran Online: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

S&P Capital IQ: www.capitaliq.com

Investopedia: <https://www.investopedia.com/>

Motley Fool: <https://www.fool.com/earnings/call-transcripts>

United States Census Bureau: <https://www.census.gov/>

360 Digital Commerce: <https://www.digitalcommerce360.com/article/us-ecommerce-sales>

Anexo: Evolución histórica del PBI Estados Unidos versus Ventas de Target

El negocio de venta minorista de Estados Unidos está íntimamente ligado al crecimiento del ingreso disponible de los hogares del país, y a su vez, el crecimiento del ingreso depende directamente del crecimiento del producto bruto interno (PBI). Cuanto más alto el crecimiento del PBI de Estados Unidos, se verifica una correlación positiva con el incremento de las ventas de Target.

Para verificar que efectivamente existe esta relación, se compara el crecimiento de las ventas de la compañía en los últimos 17 años, versus el crecimiento del PBI nominal de Estados Unidos para el mismo período. Se toma al crecimiento de ventas de Target anual como la variable a explicar (Y), y el crecimiento del PBI nominal de Estados Unidos como la variable explicada (X).

El coeficiente de correlación resultante es de 0,51, con un coeficiente de determinación de 0,261. Esto significa que hay una relación positiva entre el crecimiento del PBI de Estados Unidos y las ventas de Target, que explican en un 26% del crecimiento de las ventas. Sin embargo, consideramos que explicar únicamente el 26% de las ventas es nivel de explicación bajo, y entendemos que no es suficiente para proyectar las ventas futuras de Target. Es por esto, que entendemos que, si bien las ventas de la compañía están íntimamente ligadas al crecimiento del PBI nominal, hay otras variables que inciden también en el crecimiento de las ventas, como aperturas de locales nuevos, reformas de los locales existentes, inversión en desarrollo aplicaciones para ventas digitales, y otras variables, que no se vinculan con el crecimiento del PBI. Dado lo expuesto, no se tomó la proyección del crecimiento del PBI de Estados Unidos como una variable para proyectar el crecimiento futuro de las ventas de Target.

Cuadro 46: Evolución del crecimiento del PBI nominal de Estados Unidos y del crecimiento de las ventas de Target

Año	Crecimiento PBI (%)	Crecimiento Ventas (%)
2003	2,90%	12,07%
2004	3,80%	11,62%
2005	3,50%	12,23%
2006	2,90%	12,89%
2007	1,90%	6,21%
2008	-0,10%	2,30%
2009	-2,5%	0,88%
2010	2,60%	3,71%
2011	1,60%	4,07%
2012	2,20%	5,10%
2013	1,80%	-0,95%
2014	2,50%	1,88%
2015	2,90%	1,61%
2016	1,60%	-5,81%
2017	2,20%	3,43%
2018	2,90%	3,63%
2019	2,30%	3,66%
Correlacion		0,51
R2		0,261

Fuente: Target Corporation, World Bank y elaboración propia



Universidad de
San Andrés