



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Licenciatura en Finanzas

Valuación de Target Corporation
al 2 de marzo de 2023

Autores: Diego Corzo y Tadeo Susnisky

Mentor: Alejandro E. Loizaga

Mayo 2024

Resumen ejecutivo

Target Corporation es una cadena de grandes tiendas departamentales y almacenes estadounidense de venta minorista que ofrece productos a precios de descuento de diversas categorías. Su sede principal está ubicada en Minneapolis, Minnesota. La compañía cuenta con una red de 1,948 tiendas.

En este informe se detallan los resultados de la valuación del precio de las acciones de Target Corporation al 2 de marzo de 2023 utilizando dos enfoques de valuación.

En la primera sección, se ofrece una visión general del negocio de Target, incluyendo su historia, principales categorías de productos, evolución de ventas y resultados, y su interacción con la sociedad.

Luego, se realiza un análisis de la industria y de la competencia, en el que, además, se presentan proyecciones para la valuación.

Posteriormente, se lleva a cabo un análisis financiero considerando indicadores operativos, de rentabilidad, estructura de capital y otros factores para comprender la salud financiera de la empresa, junto con una comparación con sus principales competidores.

Seguidamente, se presentan los métodos de valuación utilizados para determinar el valor del capital accionario de la empresa. El primer método empleado es el de flujo de fondos descontados, que utiliza los flujos de fondos disponibles descontados a una tasa ponderada según sus fuentes de financiamiento (WACC). Según este enfoque, con las proyecciones realizadas, el valor del capital accionario de la empresa se estima en 117 dólares por acción. Se hacen, adicionalmente, dos escenarios extra, uno pesimista y uno optimista, de los que resultan, respectivamente, valores de 97 y 150 dólares por acción.

El segundo método que se emplea es el de valuación con múltiplos, o valuación relativa, en el que se compara a Target Corporation con empresas similares que cotizan en bolsa. El múltiplo utilizado en este análisis es el de EV/EBITDAR, que permite considerar diferentes estructuras de capital y proporciones de tiendas propias y alquiladas. El rango de valuación con este método resultó de entre 99 y 131 dólares por acción.

En la sección final se da una conclusión sobre lo analizado a lo largo del trabajo en las diferentes materias y secciones, y un rango de valuación final que resulta de la intersección entre ambos métodos, es decir, de entre 99 y 131 dólares por acción.

Índice

1. Descripción del negocio	1
1.1 Historia de la compañía	1
1.2 Segmentos operativos	2
1.3 Análisis de ventas y resultados operativos:	3
1.4. Análisis de tiendas	12
1.5. Análisis de riesgos del negocio.....	16
1.6. Evolución del precio de la acción de Target Corporation (TGT)	18
1.7. Prácticas eco-ambientales y responsabilidad social corporativa	20
2. Análisis de la industria y competencia	21
2.1. Industria de venta minorista.....	21
2.2 Subindustria General Merchandise	26
2.3. Proyecciones de la industria.....	29
2.3.1. Proyecciones de la industria minorista	29
2.3.2. Proyección demográfica de Estados Unidos.....	31
2.4. Análisis de la competencia.....	32
2.5. Amenazas al negocio	41
3. Análisis financiero.....	41
3.1. Indicadores de rentabilidad	41
3.2. Gestión operativa	45
3.3. Estructura de capital y endeudamiento	47
3.4. Comparación con pares del mercado	50
4. Valuación con flujos de fondos descontados.....	54
4.1. Consideraciones preliminares	54
4.2. Flujo de fondos libres de la empresa.....	54
4.3. Proyección de ventas.....	55
4.4. Proyección de márgenes	57
4.5. Flujo de caja de la firma.....	59
4.6. Tasa de descuento	63
4.6.1. Costo del capital propio	64
4.6.2. Costo de la deuda	66
4.7. Cálculo del valor terminal.....	67
4.8. Resultado de la valuación con flujos de caja descontados.....	67
5. Valuación con múltiplos	70
5.1. Comparación con pares.....	71
5.2. Valuación con múltiplo EV/EBITDAR.....	71
6. Conclusión	73
7. Bibliografía	75

Índice de gráficos

Gráfico 1: Evolución de las ventas anuales	5
Gráfico 2: Evolución de la cantidad de tiendas al cierre de cada año	5
Gráfico 3: Evolución de las ventas por segmento operativo	7
Gráfico 4: Ventas por segmento operativo en el año 2022.....	7
Gráfico 5: Porcentaje de ventas por canal	8
Gráfico 6: Evolución del <i>Same Store Sales</i>	9
Gráfico 7: Evolución de la tasa de cambio del tráfico (número de transacciones) y del crecimiento en el inventario.....	10
Gráfico 8: Resultado operativo anual	12
Gráfico 9: Cantidad de tiendas por tamaño	13
Gráfico 10: Evolución del precio de las acciones de Target y de empresas de la subindustria <i>General Merchandise</i> , y del índice S&P 500	19
Gráfico 11: Evolución del precio de la acción de Target	20
Gráfico 12: Evolución de las ventas anuales de la industria minorista	22
Gráfico 13: Evolución de la proporción de las ventas minoristas sobre el PBI de Estados Unidos.....	23
Gráfico 14: Evolución del crecimiento de las ventas minoristas.....	24
Gráfico 15: Evolución de la proporción del e-commerce sobre las ventas minoristas totales	25
Gráfico 16: Ventas de los principales minoristas en Estados Unidos en el año 2022	26
Gráfico 17: Evolución de las ventas de la subindustria de <i>General Merchandise</i>	27
Gráfico 18: Evolución del crecimiento real de las ventas de <i>General Merchandise</i>	28
Gráfico 19: Evolución de la proporción de ventas de <i>General Merchandise</i> sobre las ventas minoristas totales	28
Gráfico 20: Proyección de las ventas de la industria minorista.....	29
Gráfico 21: Proyección del PBI de Estados Unidos	30
Gráfico 22: Evolución de la proporción de las ventas minoristas sobre el PBI de Estados Unidos y su proyección.....	31
Gráfico 23: Evolución de la población de Estados Unidos y su proyección	32
Gráfico 24: Evolución de márgenes de EBITDAR, EBITR, ingreso neto y bruto.....	44
Gráfico 25: Evolución de los ratios de rentabilidad ROA, ROE y ROIC.....	45
Gráfico 26: Evolución del capital de trabajo neto	46
Gráfico 27: Evolución de la estructura de capital.....	48
Gráfico 28: Proyección del crecimiento de las ventas	56
Gráfico 29: Proyección de ventas	57
Gráfico 30: Proyección de márgenes EBIT	58
Gráfico 31: Proyección de márgenes EBITR	59
Gráfico 32: Proyección de la tasa de impuestos	60
Gráfico 33: Proyección del CapEx	61
Gráfico 34: Proyección de amortizaciones y depreciaciones	62

Gráfico 35: Regresión del S&P 500 con TGT	65
Gráfico 36: Flujos de caja libres proyectados.....	68
Gráfico 37: Rango de valuación final	73



Universidad de
San Andrés

Índice de tablas

Tabla 1: Clasificación y cantidad de tiendas por año	13
Tabla 2: Cantidad y tipo de propiedades por año	14
Tabla 3: Cantidad de tiendas y pies cuadrados por estado de Estados Unidos al año fiscal 2022.....	15
Tabla 4: Descripción general de los principales competidores de Target	40
Tabla 5: Evolución de márgenes y ratios de rentabilidad de Target.....	42
Tabla 6: Evolución de la gestión operativa.....	45
Tabla 7: Evolución de las ratios de endeudamiento	49
Tabla 8: Análisis financiero de los competidores para el año 2022	51
Tabla 9: Ratios de endeudamiento de los competidores para el año 2022	52
Tabla 10: Gestión operativa de competidores en el año 2022	53
Tabla 11: Proyección de tiendas	55
Tabla 12: Proyección de aperturas con <i>leasings</i> operativos	58
Tabla 13: Proyección del capital de trabajo.....	63
Tabla 14: Cálculo del costo del capital propio con CAPM	66
Tabla 15: Cálculo del costo de la deuda	66
Tabla 16: Cálculo del costo del capital con el WACC	67
Tabla 17: Resultados de la valuación con flujos de caja descontados.....	68
Tabla 18: Resultados del análisis de sensibilidad de la valuación con flujos de caja descontados	70
Tabla 19: Múltiplos de empresas comparables.....	71
Tabla 20: Valuación de Target con múltiplo EV/EBITDAR	72
Tabla 21: Análisis de sensibilidad del precio de la acción de Target en base a múltiplo de EV/EBITDAR.....	73

Índice de mapas

Mapa 1: Mapa de tiendas en Estados Unidos al año fiscal 2022.....	16
--	----



Universidad de
San Andrés

Glosario

CapEx: en inglés, refiere a *Capital Expenditures*. Se refiere a los fondos utilizados por una empresa para adquirir, mantener o mejorar activos físicos como propiedades, equipos o infraestructuras.

CAPM: acrónimo en inglés de *Capital Asset Pricing Model*. Es un modelo utilizado para determinar el costo de capital propio de una empresa.

CAGR: acrónimo en inglés de *Compound Annual Growth Rate*, que significa: tasa de crecimiento anual compuesto.

Capitalización de mercado: al inglés se traduce como *market capitalization* (en la jerga: *market cap*). Se refiere al valor de mercado del capital propio de una empresa.

COVID-19: Enfermedad causada por el coronavirus SARS-CoV-2.

DCF: acrónimo en inglés de *Discounted Cash Flow*. Se refiere a una técnica de valoración financiera que utiliza proyecciones de flujos de efectivo que son descontados a una tasa de descuento para determinar el valor presente de una inversión, proyecto o empresa.

EBITDAR: acrónimo en inglés de *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations, Amortizations and Rents*. Es un cálculo financiero que muestra los ingresos de una empresa antes de deducir los gastos por intereses, impuestos, depreciaciones, amortizaciones y rentas (o alquileres).

EBITR: acrónimo en inglés de *Earnings before Interests, Taxes and Rents*. Es una medida financiera que muestra los ingresos de una empresa antes de deducir los gastos por intereses, impuestos y rentas.

Enterprise value: se traduce al español como “valor de la empresa”. Se refiere al valor total de una empresa.

FCFF: acrónimo en inglés de *Free Cash Flow to the Firm*. Es el flujo de fondos disponible para la firma.

ROA: acrónimo en inglés de *Return on Assets*. Es un cálculo de rentabilidad que indica el retorno que generan los activos de una empresa.

ROE: acrónimo en inglés de *Return on Equity*. Es un cálculo de rentabilidad que indica el retorno que genera el capital aportado a una empresa por sus accionistas.

ROIC: acrónimo en inglés de *Return on Invested Capital*. Es una medida de rentabilidad que indica el retorno de una empresa sobre el capital total invertido.

Same Store Sales: se traduce al español como "ventas de las mismas tiendas." Se refiere a las ventas realizadas en las mismas tiendas durante el último año excluyendo las tiendas abiertas durante el período.

Trailing Twelve Months (o TTM): indica que la información presentada corresponde a los últimos doce meses consecutivos.

WACC: acrónimo en inglés de *Weighted Average Cost of Capital*. Es el cálculo de una tasa que representa el costo promedio de financiamiento de una empresa.

Yield to Maturity: se traduce al español como "rendimiento a vencimiento". Se refiere al rendimiento anual que se espera recibir de un activo si se mantiene hasta su fecha de vencimiento.



Universidad de
San Andrés

1. Descripción del negocio

Target Corporation es una cadena de grandes tiendas departamentales y almacenes estadounidense de venta minorista (*retail*) que ofrece productos a precios de descuento de diversas categorías. Además de las ventas en tiendas, que representan aproximadamente el 81% de las ventas, también venden a través de canales digitales, cuyas ventas representan el porcentaje restante. Solamente se encuentra en Estados Unidos, opera con 1,948 tiendas y 55 locales de suministro, entre centros de distribución y centros de selección.

1.1 Historia de la compañía

Las primeras tiendas con el nombre de Target, y el logo del “bullseye”, fueron fundadas en 1962 en Minnesota como una incursión en el mercado de tiendas departamentales de descuento por parte de The Dayton Company. En 1966, iniciaron su expansión nacional abriendo tiendas en Colorado.

Luego de una década de continuo crecimiento, Dayton Corporation realizó una oferta pública en octubre de 1967, con 450,000 acciones ordinarias a un precio de 34 dólares por acción. Target era tan solo una de sus cinco divisiones. En 1975, Target se volvió el mayor generador de ingresos en Dayton-Hudson, y en 1979, alcanzó los mil millones de dólares en ventas.

Desde la década de 1960, Target ofrecía ropa de marca propia, pero en 1984 presentó su primera marca oficial. Una línea de ropa casual para hombres, mujeres y niños. El objetivo era destacarse entre otras tiendas de descuento mediante la creación de una marca de ropa de calidad y con buenos precios. Esta marca llamada “Honors” allanó el camino para futuras marcas propias y lograr diferenciación.

Tras expandirse más allá de Minnesota, hacia Colorado en 1966, en el año 1989, la expansión hacia el sureste significó que, con 400 tiendas, Target tenía presencia de costa a costa.

En 1990, abrieron la primera tienda Target Greatland, que ofrecía una gama de productos más amplia que las tiendas de Target abiertas hasta el momento. Cinco años más tarde, abrieron la primera tienda Super Target, que además de ofrecer distintas categorías de productos, ofrecía, en establecimientos dentro de la tienda: restaurantes, centro de fotografías, farmacias, etc.

También en ese año fue lanzada la primera tarjeta de crédito de Target, conocida como “Target Guest Card”. Luego, en 2001, fue lanzada la “Target Visa Credit Card”, la primera tarjeta de crédito de la empresa aceptada en minoristas a nivel nacional.

La primera presencia en línea de Target fue en el año 1996, cuando se lanzó “Target Online”, con contenido informativo y de marketing. En 1998, comenzó a vender productos limitados, y

en 1999, abrió su sitio de comercio electrónico que permitió a los clientes comprar en Target sin la necesidad de ir a una tienda.

Dayton Hudson Corporation fue renombrada como Target Corporation para reflejar su principal negocio en el año 2000. En 2001, llegaron a operar 1,000 locales y, en 2005, alcanzaron los 50 mil millones de dólares en ventas.

En el año 2009, la corporación ya tenía tiendas fuera de los Estados Unidos continental, en Alaska y en Hawaii. En 2013, se expandieron a Canadá con tres tiendas piloto, pero en 2015 decidieron salir para enfocarse únicamente en el mercado estadounidense y cerraron las 133 tiendas que tenían en Canadá. En 2018, la empresa llegó a tener tiendas en los 50 estados.

En 2019, crearon *Target Circle*, que es un programa que busca fidelizar a sus clientes ofreciéndoles descuentos y beneficios. El programa generó que los clientes ahorraran 2 mil millones de dólares en su primer año. En 2021, Target alcanzó los 100 mil millones de dólares en ingresos.

1.2 Segmentos operativos

La empresa ofrece productos que agrupan en cinco categorías:

- ***Beauty & Household Essentials (Belleza y hogar):*** belleza y cuidado personal, equipamiento para bebés, productos de limpieza, artículos de papel, y suministros para mascotas. Representaron el 28% de las ventas en el año fiscal 2022.
- ***Food & Beverages (Alimentos y bebidas):*** comestibles secos, lácteos, alimentos congelados, bebidas, golosinas, aperitivos, charcutería, panadería, carne, productos frescos y servicio de alimentos en sus tiendas. Representaron el 21% de las ventas en el año fiscal 2022.
- ***Home Furnishings & Décor (Mobiliario y decoraciones del hogar):*** muebles, iluminación, almacenamiento, utensilios de cocina, electrodomésticos pequeños, decoración para el hogar, ropa de cama y baño, mejoras para el hogar, suministros escolares y para oficina, y otros productos estacionales. Representaron el 18% de las ventas en el año fiscal 2022.
- ***Hardlines (Bienes durables):*** productos electrónicos (tanto hardware como software), juguetes, entretenimiento, artículos deportivos y equipaje. Representaron el 17% de las ventas en el año fiscal 2022.
- ***Apparel & Accessories (Ropa y accesorios):*** ropa para mujeres, hombres, niños, niñas, bebés, infantes y recién nacidos; así como joyas, accesorios y zapatos. Representaron el 16% de las ventas en el año fiscal 2022.

La mayoría de la mercadería es distribuida a las tiendas a través de su red de centros de distribución. Algunos proveedores envían alimentos y otra mercadería directamente a las tiendas.

Trabajan con una estrategia que llaman *stores as hubs* (tiendas como centros) para suplir las ventas desde sus propias tiendas y poder ser eficientes con respecto a los costos involucrados. Aproximadamente, el 96.7% de las ventas de 2022 fueron abastecidas desde sus tiendas. Además, esto les permite ofrecer a los clientes opciones de abastecimiento durante el mismo día de la compra con *Order Pickup* (recojo en tienda), *Drive Up* (un trabajador de la empresa se aproxima a la zona de recojo de la tienda sin necesidad de que el cliente baje de su vehículo) y envíos a través de Shipt.

La mercadería vendida a través de los canales digitales es entregada a los clientes de tres maneras: recojo en tienda, transportistas comunes (desde las tiendas, centros de distribución, distribuidores tercerizados o vendedores), y envío a través de la subsidiaria “Shipt, Inc.” (Shipt) que adquirieron en 2017.

Para generar fidelización, la compañía tiene *Target Circle*, un programa cuyos suscriptores reciben descuentos y promociones, y *Red Cards*, que es un conjunto de tarjetas (con cuentas de débito, crédito y recargables) con descuentos y promociones a los portadores, entre otros beneficios relacionados con los envíos, devoluciones, etc.

1.3 Análisis de ventas y resultados operativos

Análisis de ventas

Por la presencia próxima de años con características inusuales (2020 y 2021) decidimos tomar ventanas temporales largas para tener una visión más amplia y completa del desempeño del negocio en la mayoría de apartados. Trabajaremos, aquí, con 8 años de ventas, utilizaremos las ventas desde el año fiscal 2015 hasta el año fiscal 2022.

En el año 2015, Target vendió aproximadamente 73,785 millones de dólares con 1,792 tiendas, y en el año 2022, vendió aproximadamente 107,588 millones de dólares con 1,948 tiendas. Esto significa un crecimiento de 45.8% en ventas y 158 tiendas a lo largo del período.

Haciendo un análisis anual, la empresa tuvo una caída de 5.9% en sus ventas en 2016, principalmente por la venta de sus farmacias a CVS Health en junio del año anterior, y una caída en el tráfico (menor cantidad de transacciones) de 0.8%. La disminución de ventas calculada por la venta de las farmacias es de 3,815 millones de dólares, es decir, un 5.17% de las ventas de 2015. Este año operaron con 10 tiendas más que en 2015.

Entre los años 2017, 2018 y 2019, la corporación incrementó sus ventas según los objetivos que la directiva se plantearía en 2019. En palabras del CEO, Brian Cornell (2022), en la carta a los accionistas: *“The model we laid out in 2019, before the pandemic, was to grow total revenue steadily in the mid-single digits, and to translate that into accelerated growth in operating income and earnings per share.”*. Las ventas crecieron 3.4%, 3.7% y 3.6%, respectivamente. Aumentaron, por año, respectivamente, 20, 22 y 24 tiendas.

Entrando a los años inusuales, en 2020, la empresa aumentó sus ventas en 19.8%. Esto se debió, principalmente, al aumento en el gasto en comida, objetos y mobiliario para la casa a causa de las restricciones que se impusieron a la libre movilidad y el cierre de establecimientos públicos en 2020 por la pandemia de COVID-19. A esto se le agregaron las transacciones que hizo el gobierno a la gente para incentivar el consumo y evitar una recesión. La empresa aumentó sus tiendas en 29 unidades ese año.

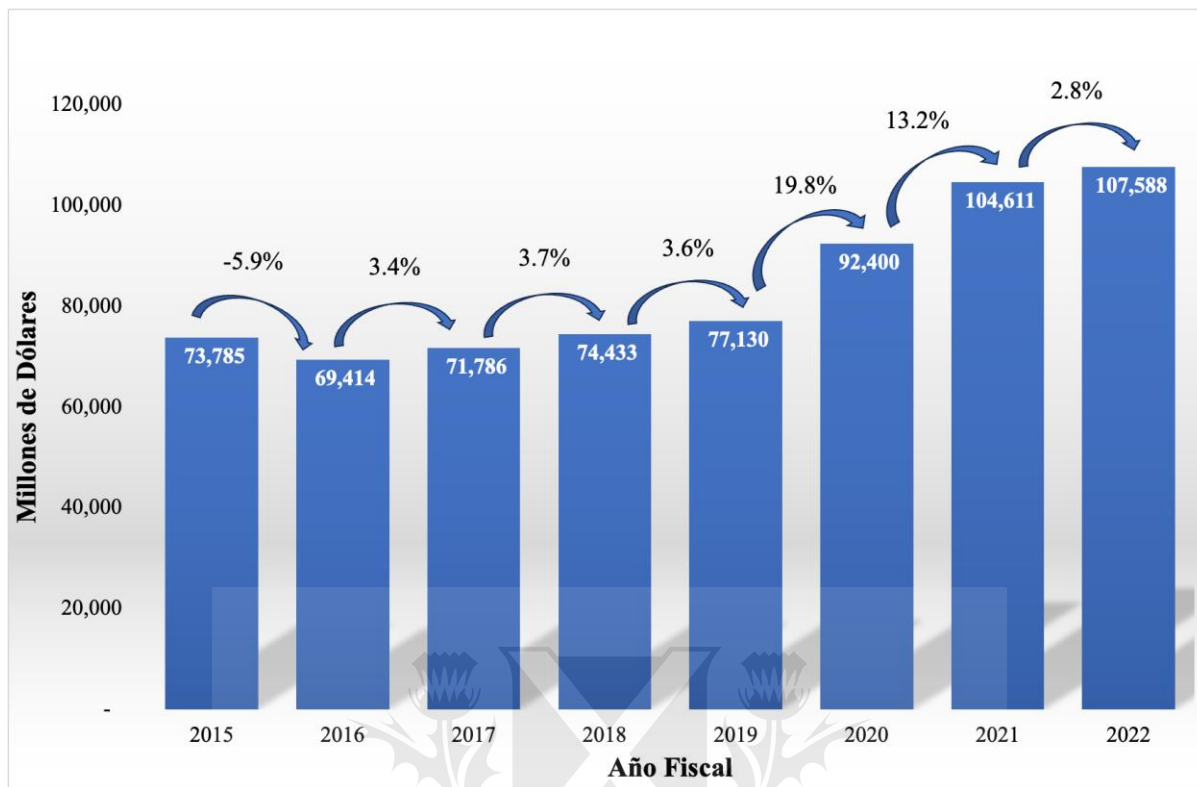
En 2021, las ventas aumentaron un 13.2% como reflejo de la continuidad de las transacciones y el inicio de un periodo de alta inflación por la política monetaria expansiva que se adoptó desde el inicio de la pandemia que alcanzó el 7% ese año. Ese año, nuevamente, operaron con 29 tiendas más.

Finalmente, en 2022, las ventas crecieron 2.8%, pero es el primer año en esta serie con crecimiento real negativo por la inflación de 6.5%. El consumo en este año estuvo impactado en gran medida por el cambio en la política monetaria de la Reserva Federal en respuesta a la alta inflación. Este organismo elevó por primera vez la tasa en marzo de ese año desde su baja en 2020, y las alzas continuaron durante todo el año y tiene expectativas de más incrementos durante el 2023. Con esta respuesta, el consumo se contrajo durante el año por el efecto que la tasa de fondos federales tiene en las tasas de endeudamiento. El total de tiendas aumentó en 22 unidades.

Durante el año anterior, Target había vendido Dermstore, una empresa que vende cosméticos y productos para el cuidado de la piel, pero no se calculó un impacto significativo a las ventas de 2022 porque esta empresa generaba menos del 1% del ingreso y resultado operativo, y representaba menos del 1% de los activos totales de Target.

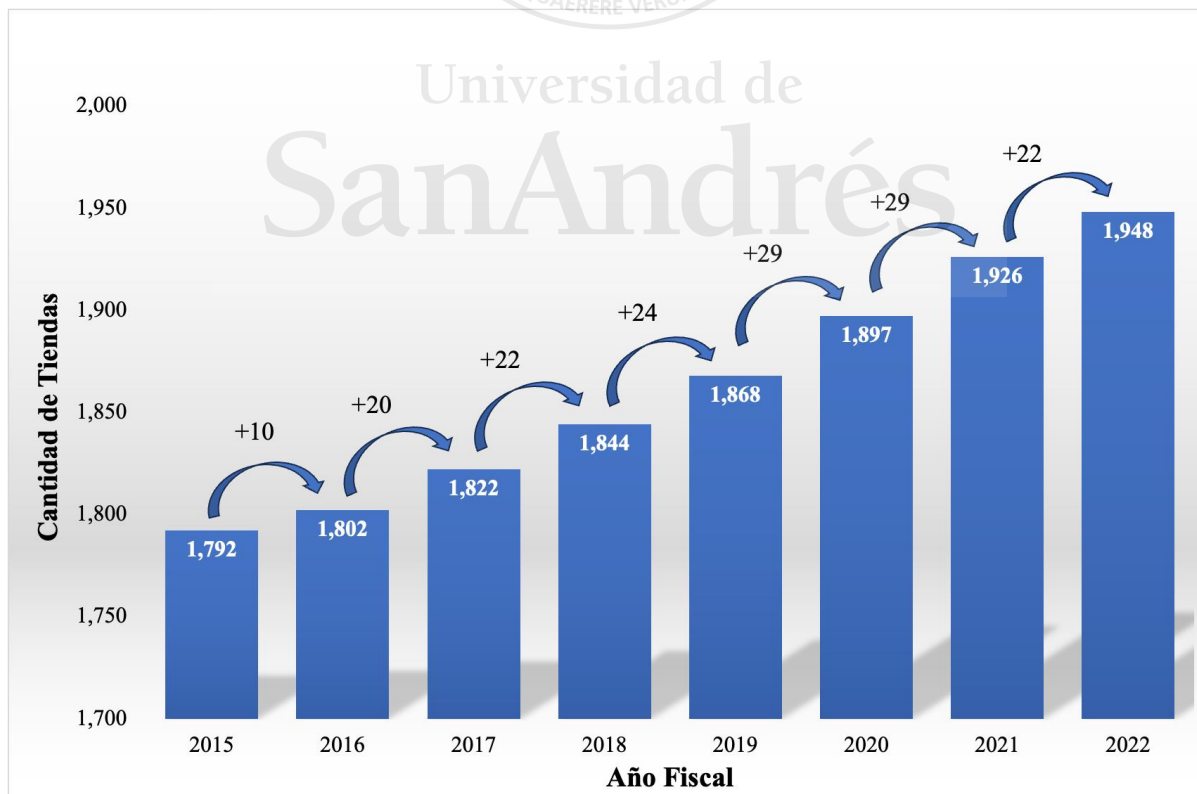
A continuación, mostraremos un gráfico de la evolución de las ventas por año y otro de las cantidades de tiendas.

Gráfico 1: Evolución de las ventas anuales.



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

Gráfico 2: Evolución de la cantidad de tiendas al cierre de cada año.



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

Se puede ver que la empresa, en condiciones de normalidad, puede sostener su crecimiento de ventas en un rango que denominan, como mencionamos anteriormente en la cita al director ejecutivo de la empresa: *low to mid single digits* (un rango de crecimiento entre el dígito bajo y el dígito medio). Las restricciones por la pandemia y la política monetaria expansiva adoptada en 2020 y 2021 favorecieron enormemente a las ventas de Target, pero en 2022 sufrió las consecuencias del cambio en ésta última.

Análisis de ventas por categorías de productos

Desde el año fiscal 2017, la empresa ha mantenido la misma selección de categorías que utiliza hasta ahora; por lo tanto, el análisis de ventas por categoría será desde ese año para poder comparar homogéneamente.

La primera categoría es *Beauty & Household Essentials*. Esta categoría es la única que desde 2017 ha tenido un crecimiento ostensible y sostenido. De 2017 a 2022, pasó de representar el 23% de las ventas, al 28%.

Food & Beverages estuvo, entre 2017 y 2021, representando entre el 19% y 20% de las ventas, sin tendencia detectable. En 2022 dio un salto hasta el 21% del total de ventas.

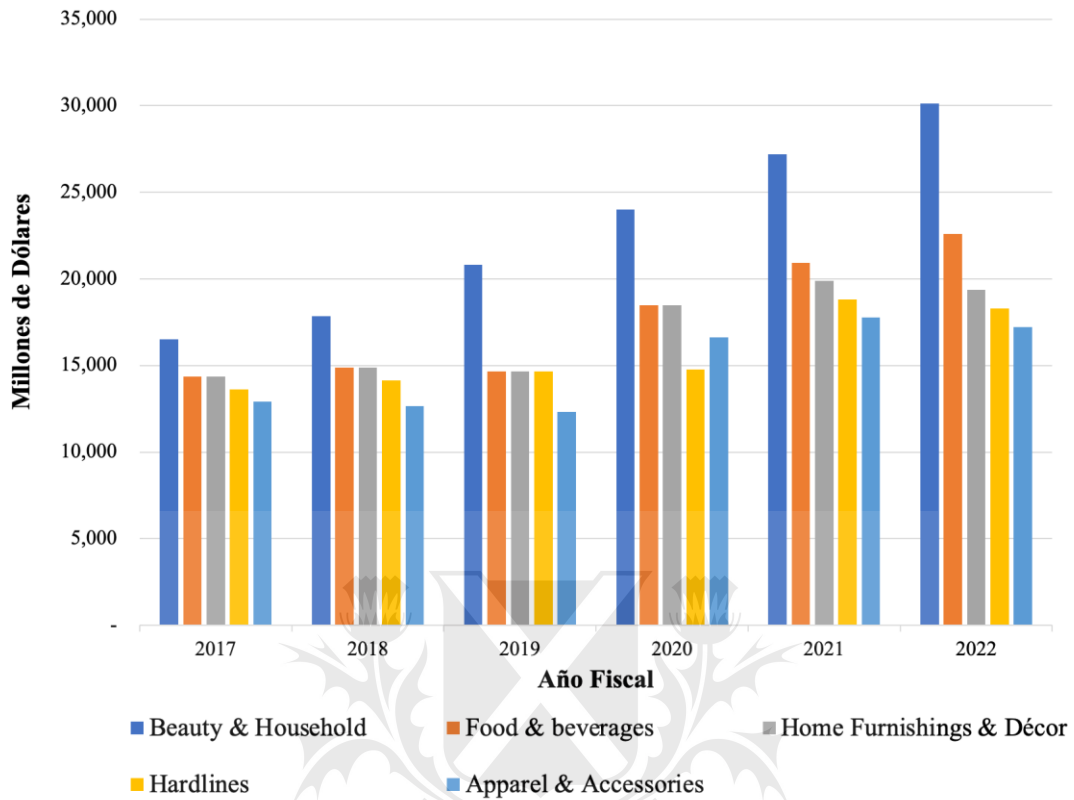
Home Furnishings & Décor, desde 2017 hasta 2020, representó entre el 19% y 20% de las ventas, pero en 2021 y 2022, su participación cayó un punto porcentual por año, pasando a ser del 19% y 18%, respectivamente.

Hardlines, entre 2017 y 2019, representó el 19% de las ventas. En 2020, 2021 y 2022, fue de 16%, 18% y 17%, respectivamente.

Finalmente, en la categoría *Apparel & Accessories* vemos una participación sin tendencia, pero estable entre el 16% y 18%.

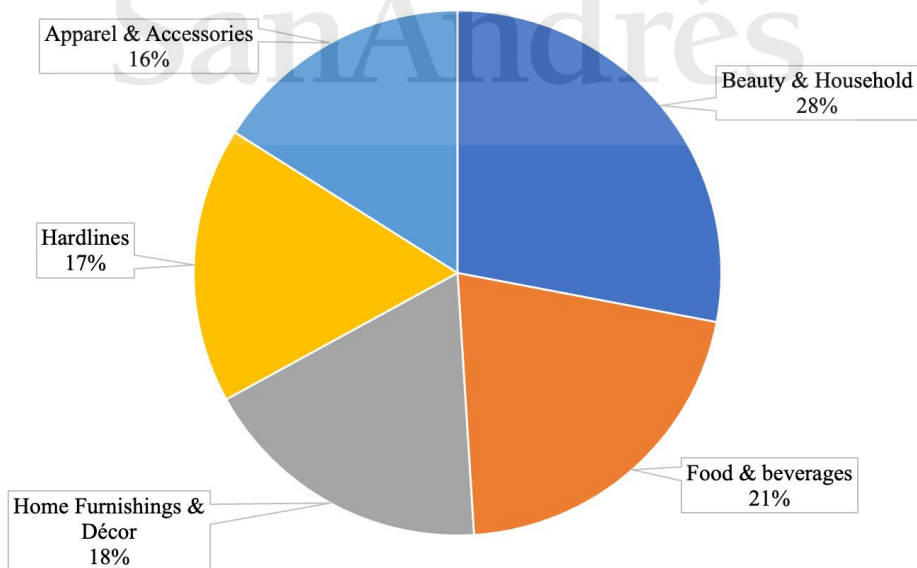
A continuación, podemos ver en el Gráfico 3 la evolución de las ventas de cada categoría de productos y en el Gráfico 4 las participaciones de cada una en las ventas del año fiscal 2022.

Gráfico 3: Evolución de las ventas por segmento operativo.



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

Gráfico 4: Ventas por segmento operativo en el año 2022.



Fuente: Elaboración propia en base al reporte anual de Target del año fiscal 2022

Podemos ver que la participación de cada categoría en las ventas totales es comparativamente estable. Con solo una categoría con crecimiento notorio durante los años analizados, que es

Beauty & Household Essentials, y una que ganó terreno, en comparación con sus años anteriores, en 2022, que es *Food & Beverages*. Las demás se vieron muy estables en cuanto a su participación, con una leve caída por el crecimiento relativo de *Beauty & Household Essentials*, que creció entre 2018 y 2022, entre el 10% y 17% nominalmente por año.

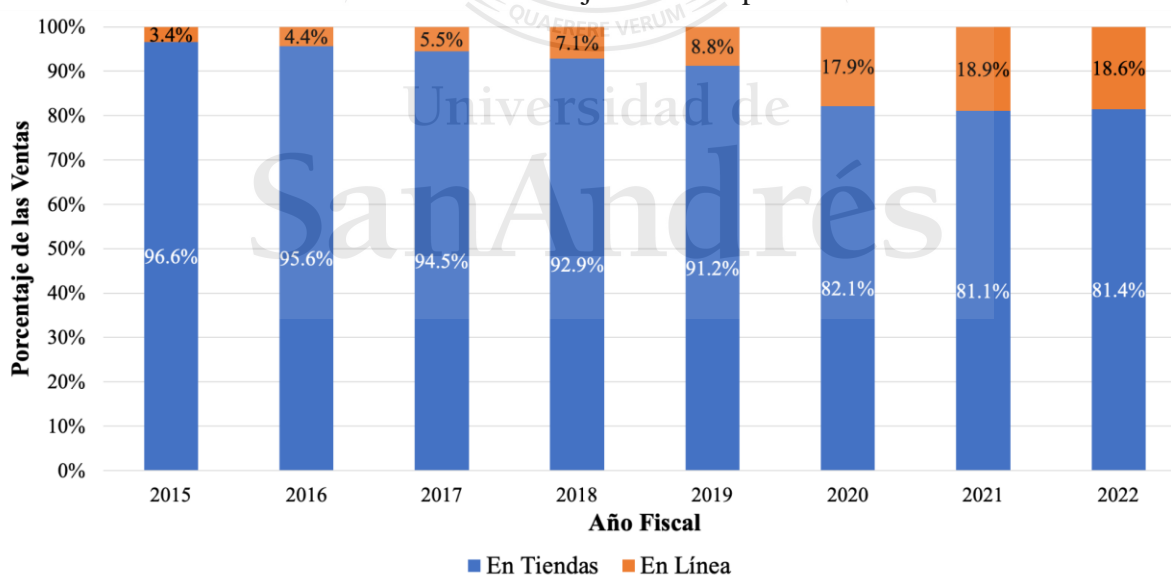
Análisis de ventas por canal de origen

En 2015, Target generaba a través de sus canales digitales el 3,4% de sus ventas. Con los avances de la tecnología, la dispersión del uso de estos canales y la adaptación de nuevas tecnologías y estrategias relacionadas al negocio, el porcentaje de las ventas a través de canales digitales pasó a ser, por un camino progresivo, del 8.8% en 2019.

En 2020, dio un salto por las restricciones de la pandemia, durante la que muchos consumidores se vieron obligados a hacer sus compras, o una parte de ellas, en línea. Ese año, las ventas por este canal llegaron a representar el 17.9% del total de ventas.

En los años 2021 y 2022, la cifra fue superior a la de 2020 y estable durante los dos años. Podemos argumentar que podría ser una cifra que represente el nuevo comportamiento de los clientes, que significaría que muchos empezaron a comprar, o a hacer algunas de sus compras, a través de los canales digitales.

Gráfico 5: Porcentaje de ventas por canal.

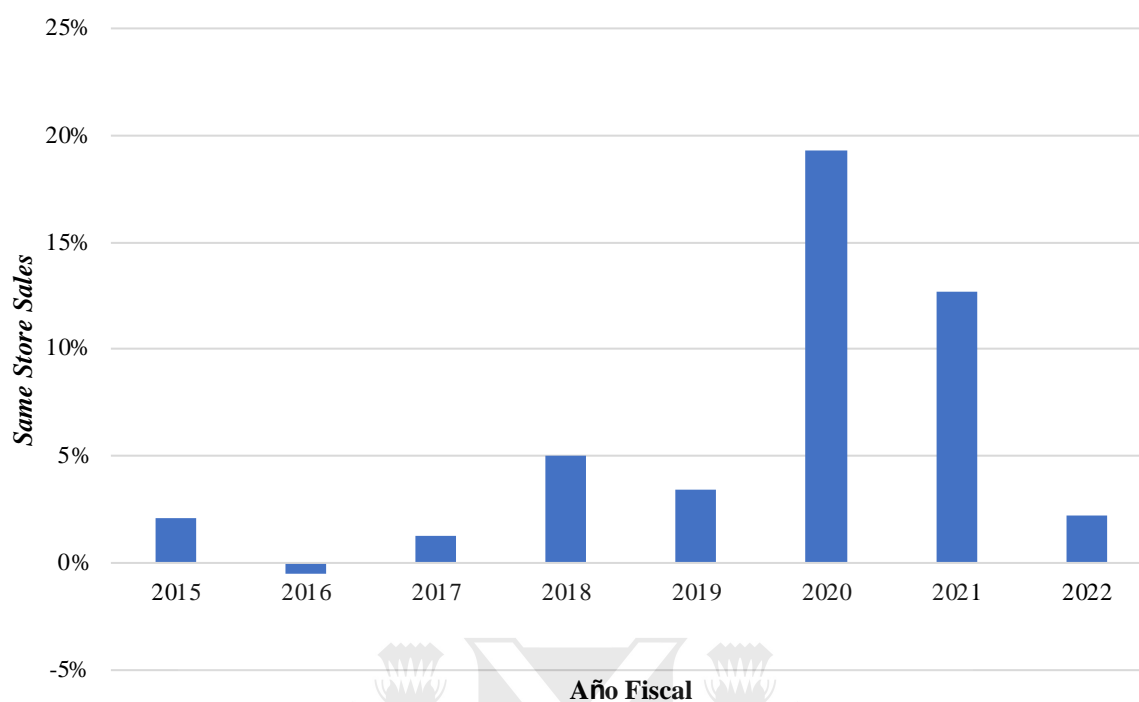


Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

Análisis de *Same Store Sales*.

El *Same Store Sales* (ventas de las mismas tiendas) es un indicador relevante en empresas del sector porque indica el porcentaje de cambio en las ventas excluyendo las ventas realizadas a través de las tiendas que abrieron hacía menos de 13 meses. Es decir, mide cuánto crecen las ventas de un año a otro generadas con las mismas tiendas.

Gráfico 6: Evolución del *Same Store Sales*.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Como podemos ver en el Gráfico 6, en el año 2015, el *Same Store Sales* (SSS) fue de 2.1, es decir, las mismas tiendas vendieron 2.1% más que el periodo anterior. Fue un año en el que el número de transacciones, o tráfico, no creció en gran cuantía (1.3%) y cuyo monto promedio por transacción (*ticket*, o tique, en español) tuvo un crecimiento de 0.8%.

En 2016, el SSS registró un valor de -0.5%. Esto pudo deberse a que hubo menor cantidad de transacciones que el año anterior y a que la suba en el monto promedio fue de 0.3%, es decir, prácticamente nula.

En 2017, el SSS se revirtió y alcanzó un valor ligeramente positivo de 1.3%. En el transcurso del año, se observó un aumento del tráfico en 1.6%, un crecimiento notable en el inventario y una mejora en la gestión de éste. La ratio de rotación de inventario llegó a ser de 6.05, mientras que el año previo fue de 5.81, lo que pudo impactar de manera positiva.

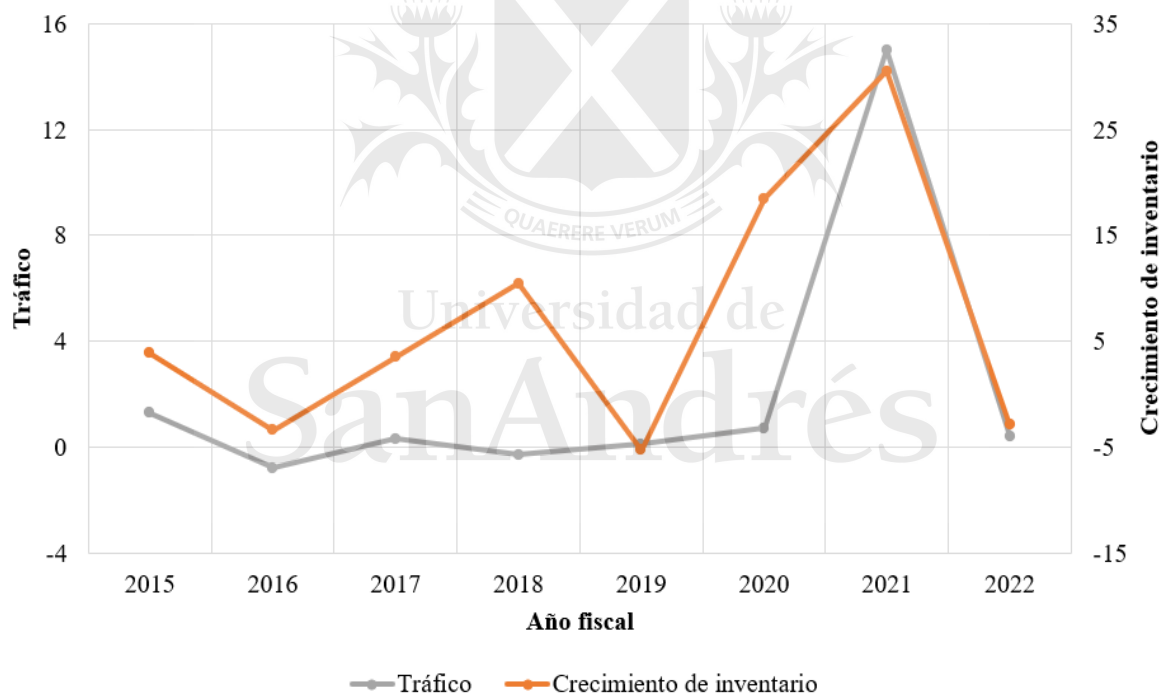
En 2018, se vio una mejora significativa en el SSS, año en el que alcanzó un valor de 5%. Esta mejora fue causada por un aumento en el tráfico, que fue 5% mayor que en 2017. Los inventarios crecieron 10.47% y su rotación fue de 5.89 veces, lo que indica una gestión dinámica y eficiente.

En 2019, el indicador continuó positivo, aunque menor, fue de 3.4%. Los demás resultados fueron similares a los del año anterior: hubo una menor suba en el tráfico (2.7%) y un aumento de 0.7% en el *ticket*.

Tal como comentamos previamente, los años 2020 y 2021 fueron años cuyos resultados se vieron impactados por la pandemia del COVID-19 y las decisiones tomadas en relación con la política monetaria. El *Same Store Sales* registró niveles máximos, llegó a 19.3% y 12.7%, respectivamente. Esto fue producto del movimiento en los indicadores de la siguiente manera: en 2020, el tráfico creció 3.7% y el *ticket* saltó 15%; es por esto y por su política de inventario (a mayor demanda proyectada, mayor inventario) que éste creció 18.47% y su rotación fue de 6.74 veces. Luego, en 2021, se observó un aumento en el tráfico de 12.3%, el inventario llegó a crecer 30.5% y la rotación se mantuvo en niveles promedio respecto de los últimos años.

Finalmente, en 2022, su *SSS* se desaceleró a 2.2%. Las altas ventas en los años previos provocaron que Target se proveyera de inventario en base a su política, pero las condiciones de demanda no fueron las proyectadas para el año en cuestión. El problema se halló en que el comportamiento del consumidor cambió y, por ende, tuvieron mucho inventario de productos que no fueron demandados en la misma proporción que antes.

Gráfico 7: Evolución de la tasa de cambio del tráfico (número de transacciones) y del crecimiento en el inventario.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Como podemos observar en el Gráfico 7, hay una correlación muy alta entre el tráfico y el crecimiento en el inventario. Esto se debe principalmente a la política de inventarios de Target, que consiste en aumentar su inventario en la medida que aumenta la demanda proyectada.

Análisis de resultados operativos

El resultado operativo que mostraremos aquí está ajustado para que no contemple el gasto en *leasings* operativos (*Operating Leases*). Lo haremos así porque trataremos como deuda el valor

presente de estos contratos y su pago periódico como intereses a lo largo del trabajo, será explicado con detalles más adelante esta reclasificación. El otro tipo de *leasings*, los *leasings* financieros (*Finance Leases*), ya están contemplados en los reportes de la empresa como deuda financiera y su pago periódico como intereses, y depreciaciones y amortizaciones, según corresponda.

Este resultado fue de 5,728 millones de dólares en 2015, que significó un margen operativo de 7.8%. En 2016, el resultado operativo cayó 12%, que se debió, principalmente, a que desde 2015 la compañía ya no contaba con sus farmacias. El margen operativo fue de 7.3%.

En 2017, el resultado operativo bajó nuevamente 12%, a 4,445 millones de dólares, principalmente por el aumento en los costos de abastecimiento de las ventas a través de canales digitales y mayores compensaciones a los empleados que no pudieron ser contrarrestados por el aumento de eficiencia por las nuevas tecnologías adquiridas. El margen operativo fue de 6.2%.

El resultado operativo volvió a bajar en 2018, un 2%. Se debió, principalmente, a otro aumento en los costos de abastecimiento de las ventas a través de canales digitales y a costos mayores en la cadena de suministros. El margen operativo fue de 5.9%.

En 2019, lograron hacer crecer su resultado operativo un 13%. Ese año se introdujeron cambios en la estrategia de la empresa. Priorizaron el abastecimiento de las ventas desde sus tiendas desarrollando la estrategia que llaman *stores as hubs* (tiendas como centros) desde las que empezaron a suplir sus ventas para ser eficientes con respecto a los costos incurridos. Ese año crearon *Target Circle*, su programa de fidelización que les permite obtener más información de los usuarios y ofrecer productos de manera más personalizada. Terminaron el año fiscal con un margen operativo de 6.4%.

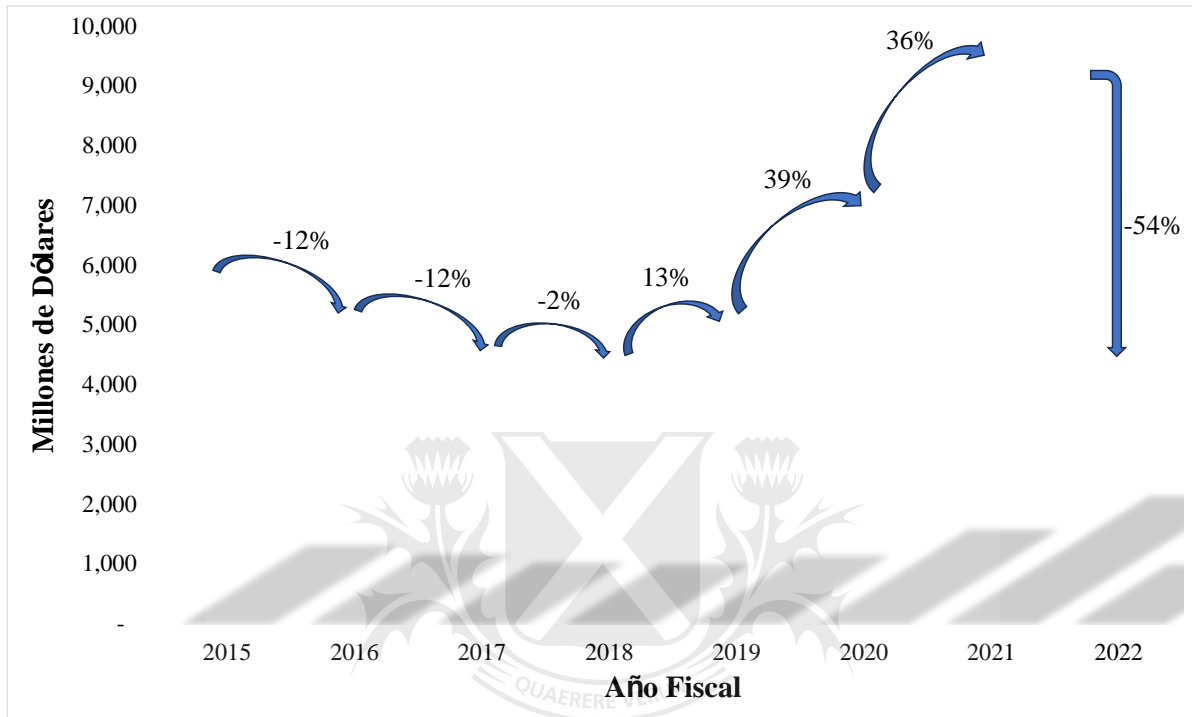
Los años 2020 y 2021, como explicamos, fueron años excepcionales para los resultados de Target. Lograron hacer crecer su resultado operativo 39% y 36%, respectivamente, con márgenes operativos de 7.4% y 8.9%.

Sin embargo, ya en 2021 la empresa empezó a advertir sobre los problemas en la cadena mundial de suministros junto a una cambiante demanda que terminaron causándole una caída importante en el resultado operativo de 2022.

En 2022, la empresa sufrió por cuenta doble los problemas en la cadena de suministros y los cambios en la demanda. Target administra sus inventarios con proyecciones de demanda, es decir, mantiene mayor inventario de los productos que proyecta que se van a vender más. Como el año 2022 fue un año de cambios en la demanda por la nueva postura restrictiva de la Reserva Federal y el relajamiento de las restricciones causadas por la pandemia, esa demanda fue muy difícil de estimar porque los dos últimos años había estado alterada. A esto se le agregaron los altos costos que dejó la inflación de 2021 y la saturación en la cadena de suministros por una demanda que había sido súbitamente reactivada meses atrás y que, además, tenía retrasos

operativos por las órdenes hechas en el furor consumista de 2021. Los problemas en esta cadena fueron: altos costos de fletes, retrasos en los pedidos, rutas saturadas, etc. Ese año lo terminó con 4,315 millones de dólares de resultado operativo, que significó una caída de 54% y un margen operativo de 4.0%.

Gráfico 8: Resultado operativo anual.



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

1.4. Análisis de tiendas

Target diferencia sus tipos o categorías de tiendas por tamaño. Las más pequeñas, las *Small Stores* miden 49,999 pies cuadrados o menos; luego, las *General Merchandise*, miden entre 50,000 y 169,999 pies cuadrados; y, las más grandes, las *Super Target*, miden 170,000 pies cuadrados o más. El derecho sobre las tiendas que opera la empresa es de tres tipos: tiene tiendas propias, tiendas en *leasing* (*leases* operativos y *leases* financieros), y tiendas propias en terrenos en *leasing*.

Como vimos en el análisis de ventas, Target vino acrecentando su cantidad de tiendas año a año. Desde 2016, la empresa abrió alrededor de 22 tiendas por año; y 29 por año en sus dos mejores años de ventas. Pasó de tener 1,792 tiendas en 2015, a 1,948 al cierre de 2022.

La cantidad de las *Small Stores* es la que, dentro de las tiendas, ha tenido el mayor crecimiento proporcional durante los últimos años, pero es el tipo de tienda menos operado. En 2015, tenían 9 de estas tiendas, y el 2022 lo terminaron con 147.

Las tiendas *General Merchandise*, las de tamaño medio, son de las que más tiene Target. Desde 2018, la empresa ha abierto, y cada vez más por año casi todos los años, este tipo de tiendas. En 2015, existían 1,505 tiendas *General Merchandise*, y, al cierre de 2022, pasaron a ser 1,527. Este tipo de establecimientos es el que ocupa la mayor área de la empresa en tiendas, 191,241 pies cuadrados al cierre de 2022.

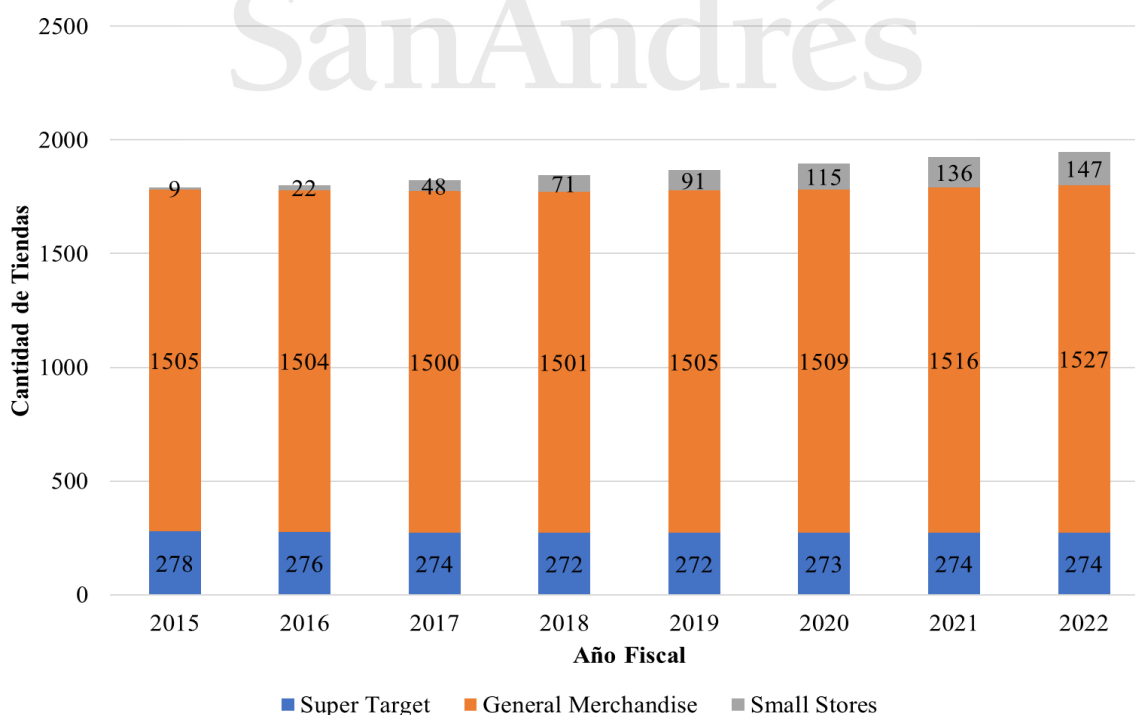
La categoría de tiendas más grandes no tuvo un aumento en su cantidad de unidades en el periodo analizado. En 2015, había 278 tiendas *Super Target*, y, para 2022, 274. De 2016 a 2018, se cerraron 2 tiendas de éstas por año, y solo se abrió una por año en 2020 y 2021. Estas tiendas representan el 20% del área total de tiendas.

Tabla 1: Clasificación y cantidad de tiendas por año.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cantidad de Tiendas								
Total	1,792	1,802	1,822	1,844	1,868	1,897	1,926	1,948
Crecimiento Anual		10	20	22	24	29	29	22
Super Target	278	276	274	272	272	273	274	274
General Merchandise	1,505	1,504	1,500	1,501	1,505	1,509	1,516	1,527
Small Stores	9	22	48	71	91	115	136	147
Área (en miles de pies cuadrados)								
Total	239,539	239,502	239,355	239,581	240,516	241,648	243,284	244,584
Super Target	49,688	49,328	48,966	48,604	48,619	48,798	49,071	48,985
General Merchandise	189,677	189,620	189,030	188,900	189,227	189,508	190,205	191,241
Small Stores	174	554	1,359	2,077	2,670	33,342	4,008	4,358

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

Gráfico 9: Cantidad de tiendas por tamaño.



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

La proporción de tiendas propias, aunque sigue siendo la gran mayoría (79% de las tiendas son propias y 87% son propias, o propias en tierras en *leasing*), ha venido decreciendo todos los años desde 2015. El 13.4% de las tiendas estaban en *leasing* al cierre de 2022, de haber sido el 5.6% en 2015. Desde 2018, se abrieron solo cinco tiendas propias, mientras que las tiendas en *leasing* crecieron todos los años de esta ventana, y, desde 2017, en gran porcentaje por año. Por otro lado, la cantidad de tiendas propias en tierras en *leasing* se mantuvo casi fija desde 2018.

Tabla 2: Cantidad y tipo de propiedades por año.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Total de tiendas	1,792	1,802	1,822	1,844	1,868	1,897	1,926	1,948
Propias	1,537	1,535	1,526	1,525	1,526	1,526	1,528	1,530
Propias en tierra en L.	152	160	160	158	157	157	156	157
<i>Leased</i>	103	107	136	161	185	214	242	261
Centros de distribución	40	40	41	40	42	44	48	55
Propios	33	33	33	33	33	34	34	37
<i>Leased</i>	7	7	8	7	9	10	14	18
Total Propiedades	1,832	1,842	1,863	1,884	1,910	1,941	1,974	2,003
Propias	1,570	1,568	1,559	1,558	1,559	1,560	1,562	1,567
<i>Leased</i>	110	114	144	168	194	224	256	279

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

Haremos, ahora, un enfoque en la situación actual: al cierre del año fiscal 2022, la empresa operaba con 1,948 tiendas en los 50 estados de Estados Unidos que ocupaban, aproximadamente, 244,584,000 pies cuadrados. Los estados en los que más tiendas tienen, y más pies cuadrados también, son, en orden descendente: California, Texas y Florida.

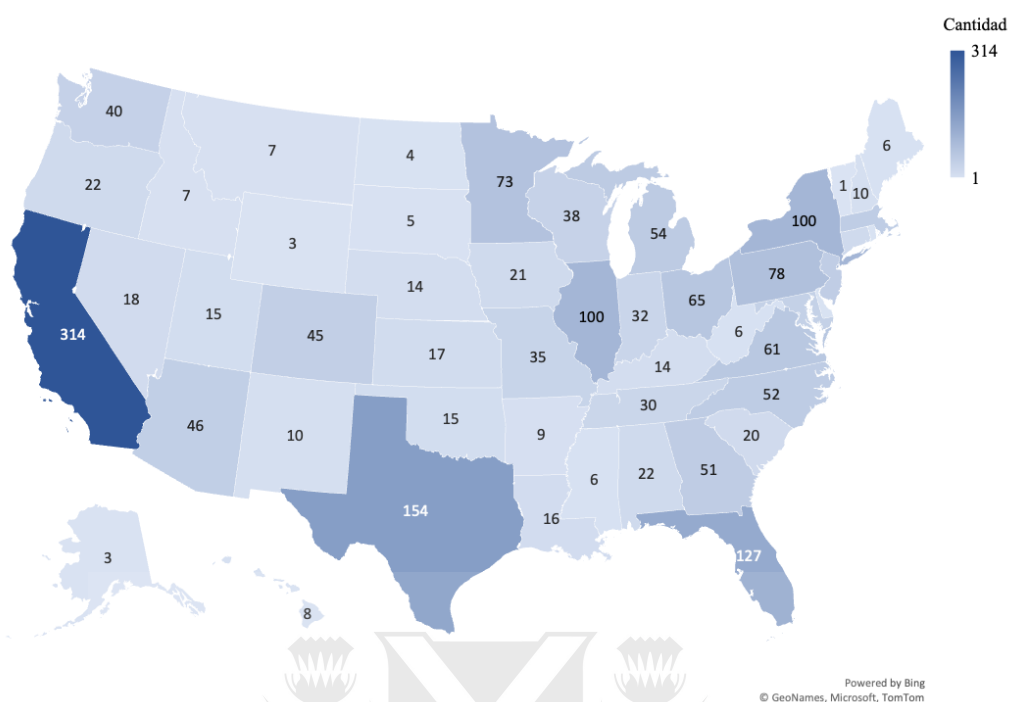
En la próxima tabla podremos ver las cantidades de tiendas y metros cuadrados por estado y, luego, un mapa de calor que facilite su lectura.

Tabla 3: Cantidad de tiendas y pies cuadrados por estado de Estados Unidos al año fiscal 2022.

Tiendas al 28 de enero de 2023	Cantidad	Pies cuadrados (en miles)	Tiendas al 28 de enero de 2023	Cantidad	Pies cuadrados (en miles)
Alabama	22	3,132	Montana	7	777
Alaska	3	504	Nebraska	14	2,005
Arizona	46	6,081	Nevada	18	2,262
Arkansas	9	1,165	New Hampshire	10	1,236
California	314	37,304	New Jersey	49	6,189
Colorado	45	6,361	New Mexico	10	1,185
Connecticut	21	2,732	New York	100	10,820
Delaware	4	551	North Carolina	52	6,653
District of Columbia	5	342	North Dakota	4	554
Florida	127	17,225	Ohio	65	7,863
Georgia	51	6,826	Oklahoma	15	2,167
Hawaii	8	1,234	Oregon	22	2,353
Idaho	7	725	Pennsylvania	78	9,260
Illinois	100	12,171	Rhode Island	4	517
Indiana	32	4,186	South Carolina	20	2,389
Iowa	21	2,859	South Dakota	5	580
Kansas	17	2,385	Tennessee	30	3,815
Kentucky	14	1,575	Texas	154	21,176
Louisiana	16	2,195	Utah	15	1,981
Maine	6	741	Vermont	1	60
Maryland	41	5,070	Virginia	61	7,789
Massachusetts	50	5,546	Washington	40	4,424
Michigan	54	6,300	West Virginia	6	755
Minnesota	73	10,332	Wisconsin	38	4,614
Mississippi	6	743	Wyoming	3	257
Missouri	35	4,618			
			Total	1,948	244,584

Fuente: Elaboración propia en base al reporte anual de Target del año fiscal 2022

Mapa 1: Mapa de tiendas en Estados Unidos al año fiscal 2022.



Fuente: Elaboración propia en base al reporte anual de Target del año fiscal 2022

Cerrando el análisis de las tiendas, es importante tener en cuenta que la empresa ha abierto, aproximadamente, 22 tiendas por año en los últimos años, y 29 en 2020 y 2021, que fueron años de gran crecimiento en ventas. Las tiendas se reparten a lo largo de Estados Unidos con especial concentración en los estados con más actividad económica, como California, Texas, New York, Florida e Illinois, estados donde la empresa tiene 100 tiendas o más. En los últimos años, Target ha optado por abrir más tiendas en *leasing* que propias. Las *Small Stores* han sido el foco de las aperturas de tiendas, mientras que las tiendas medianas siguen siendo las que más operan. Las *Super Target* han disminuido estos años, con solo dos años en los que se abrió una en cada uno. Por último, es importante mencionar que la directiva espera abrir 20 tiendas nuevas en el año fiscal 2023.

1.5. Análisis de riesgos del negocio

El desempeño de la empresa está expuesto a riesgos materiales que podemos agrupar en seis categorías principales:

- **Riesgos competitivos y reputacionales:** Si la empresa no se logra diferenciar de sus competidores a través de sus precios, colección de productos, programas de fidelización, promociones, etc., puede verse afectada. Se le agregan a estas cuestiones el difundido uso de las compras en línea, mediante las cuales los contrastes de precios y conveniencia se facilitan y limita la diferenciación que la empresa puede mostrar. En esta materia se abarca también a las marcas propias. Otra materialización de este tipo de riesgos se podría dar si la empresa no logra adaptarse a algún cambio en la demanda.

Se incluyen los riesgos que se derivan de la percepción de los clientes, tanto por cuestiones sociales, como competitivas. Siendo las primeras relacionadas con el cuidado del medio ambiente, con el mercado laboral, etc., y las segundas relacionadas al cuidado de su clientela, de la presentación de sus tiendas, el posicionamiento de su mercadotecnia, las interacciones de las empresas afiliadas, etc.

Finalmente, en esta categoría está el cuidado de sus inventarios, ya sea por robos, pérdidas, daños, etc.

- **Riesgos de inversión e infraestructura:** Si las inversiones no rinden adecuadamente, su estabilidad financiera puede verse afectada. Por otro lado, si no logran mantenerse en el nivel requerido en términos de nuevas tecnologías, o sufren daños en éstas, la empresa puede verse afectada.
- **Riesgos de seguridad, ciberseguridad y privacidad:** Si no logran mantener la seguridad en sus tiendas, tanto para los clientes como para los empleados; la seguridad en sus sistemas tecnológicos; o la privacidad de los datos que almacenan de sus clientes, empleados y empresas relacionadas, la empresa puede enfrentar procedimientos regulatorios, ver su reputación afectada y puede traducirse esto en pobres resultados operativos y una difícil condición financiera.
- **Riesgos en la cadena de suministros y de terceros:** El cambio en las relaciones con los vendedores, cambios en las leyes de comercio y de impuestos, interrupciones en las operaciones o en la cadena de suministros, e incremento en los costos, tanto de la cadena de suministros como de las materias primas, pueden afectar el resultado de las operaciones del negocio.

La reputación de la empresa también puede verse afectada si alguna empresa de la que contrata servicios falla o no cumple con los estándares requeridos.

- **Riesgos legales, regulatorios, globales y otros riesgos externos:** Los efectos de una crisis de salud, como la del COVID-19, o alguna crisis pública similar puede amplificar los riesgos de la empresa y acentuar la incertidumbre de las operaciones.

Los ingresos de la empresa dependen de la salud macroeconómica de Estados Unidos y del mundo a través de él, y de la confianza y del gasto de los consumidores.

Desastres naturales y alteraciones climáticas poco comunes pueden afectar el resultado de las operaciones de la empresa a través del daño de su infraestructura, cambios en los patrones de consumo, etc.

La empresa enfrenta, naturalmente, cambios en su fuerza de trabajo y en contrataciones temporales. Si no logran manejar los desafíos relacionados, pueden sufrir pérdidas operacionales.

Si la empresa no logra proporcionar la seguridad de sus productos requerida o la de su abastecimiento, puede enfrentar demandas legales y daño reputacional. El resultado sería el mismo si no lograsen cumplir con las normas vigentes o adaptarse a su cambio.

- **Riesgos financieros:** Incrementos en la tasa efectiva de impuestos que la empresa paga puede afectar sus resultados. En cuanto al mercado financiero, si a la empresa se le dificulta obtener acceso al mercado de capitales o a los préstamos bancarios, la condición financiera resultará afectada. De la misma manera terminaría si su riesgo percibido aumentase.

1.6. Evolución del precio de la acción de Target Corporation (TGT)

Las acciones de Target cotizan en la bolsa New York Stock Exchange (NYSE) con el símbolo “TGT”. La empresa reportó que existen 13,187 accionistas y 460,363,991 acciones en circulación. Con la cotización de 165.94 dólares por acción de la sesión del 2 de marzo de 2023, la empresa suma una capitalización de mercado de 76,393 millones de dólares. Del último dividendo se puede estimar que éstos rinden un 2.4% anual. Aproximadamente, el 79% de las acciones pertenecen a instituciones, el 20% al público y porcentajes menores a gobiernos, trabajadores de la empresa e instituciones privadas.

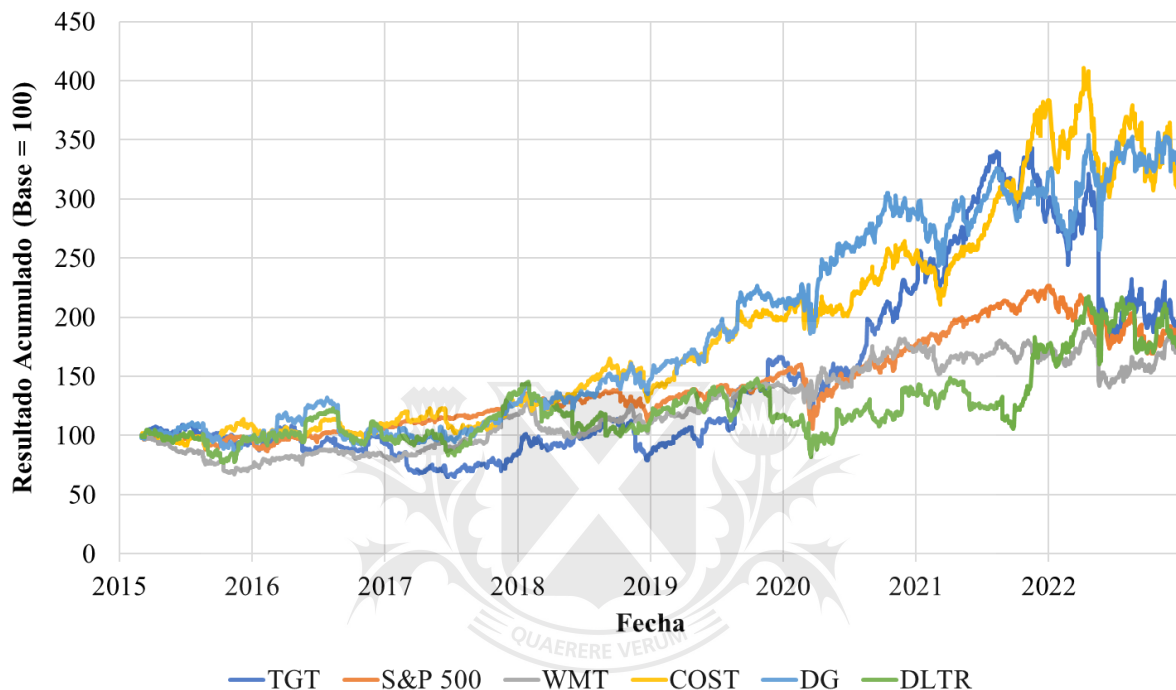
El precio de la acción, desde 2015 hasta la fecha, tuvo un mínimo de 48.56 dólares por acción el 16 de junio de 2017 y alcanzó su máximo valor histórico el 15 de noviembre de 2021, que fue de 268.98 dólares por acción.

La acción tuvo una tendencia bajista desde el inicio de esta ventana temporal hasta medio año de 2017. Después de revertir la tendencia, tuvo una recuperación durante la cual superó el anterior precio máximo que había alcanzado, pero al inicio de 2019 tuvo una fuerte caída que duró unas semanas. Desde que esa caída cesó, la acción volvió a tener una tendencia fuertemente alcista hasta el comienzo de la pandemia, cuando, en conjunto con el mercado, cayó significativamente. Se recuperó de esta caída y empezó su última tendencia alcista hasta alcanzar su máximo histórico en noviembre de 2021, pero los estragos empezaron con respecto a la inflación, problemas en la cadena de suministros, etc., y, a medida que la empresa publicaba sus resultados, la acción caía. Desde medio año de 2022, la acción entró en una zona de soportes y resistencias de entre los 150 y 170 dólares por acción.

Para poder comparar el desempeño de las acciones de la compañía con el de las empresas similares en el mercado, mostraremos un gráfico de su evolución junto con la evolución del índice S&P 500, al que pertenece (se excluye a BJ's porque no tiene cotizaciones desde el inicio de la ventana temporal elegida). Más adelante justificaremos la elección de estas

empresas. El índice S&P 500 es un índice compuesto por las 500 empresas más grandes de Estados Unidos según su capitalización de mercado. Cada empresa pondera, en este índice, según su capitalización de mercado. Los competidores que agregaremos serán Walmart (WMT), Costco (COST), Dollar General (DG) y Dollar Tree, Inc. (DLTR).

Gráfico 10: Evolución del precio de las acciones de Target y de empresas de la subindustria *General Merchandise*, y del índice S&P 500.



Fuente: Elaboración propia en base a los valores recopilados de *Yahoo Finance*

En el Gráfico 10 podemos ver que las acciones de Target se rezagaron con respecto al crecimiento del índice y al de los competidores, hasta que iniciaron la primera suba que empezaría a direccionar a la acción hasta su máximo en 2021. Ese gran crecimiento posterior hizo que en el acumulado desde 2015 pudiera estar entre las que mejor rindieron junto a las acciones de Costco y Dollar General. Después de los problemas operacionales de la empresa durante 2022, el retorno que venía acumulando se redujo bruscamente en una proporción importante hasta ecualizar, aproximadamente, su retorno acumulado con el del índice S&P 500, Dollar Tree, Inc. y Walmart.

Las acciones de Target muestran los movimientos más acuciados entre las series del gráfico. En general, muestra una correlación con el mercado, principalmente en las caídas de 2019 y 2020. La caída de las acciones de la empresa en 2022 no fue seguida por las demás en la misma magnitud, puesto que los efectos de los problemas macroeconómicos se vieron agravados en las operaciones de la empresa por su forma de trabajar. Esto lo veremos con detalles más adelante.

Gráfico 11: Evolución del precio de la acción de Target.



Fuente: Elaboración propia en base a los valores recopilados de *Yahoo Finance*

1.7. Prácticas eco-ambientales y responsabilidad social corporativa

Target, desde antes de 2019, que fue el año en que desarrolló un plan con metas definidas para ser más sustentable, ya había empezado avances en tal dirección. Por ejemplo, en 2008, la empresa comenzó a ofrecer bolsas reusables en sus establecimientos y concedía rebajas adicionales a quien las usara; en 2010, empezó un programa de reciclaje dentro de las tiendas; y, en 2016, implementó un programa para que los clientes pudieran dejar sus asientos para bebé usados en parte de pago de uno nuevo, y la empresa se aseguraba de que esos asientos usados fueran reciclados para hacer nuevos productos.

En 2019, la compañía anunció su meta de sustentabilidad que consiste en generar el 100% de abastecimiento de energía a través de fuentes renovables para 2030. En 2020, Target consiguió agregar paneles solares a 500 de sus tiendas e instaló más de 2 millones de aparatos de luz LED en casi todas sus tiendas que ayudaron a avanzar en su meta de energía e, incluso, a disminuir costos.

En los años que siguieron, avanzaron con algunas otras implementaciones adicionales, como catalogar los productos que no contienen químicos indeseados y priorizar la sustentabilidad en los procedimientos relacionados con sus productos de marcas propias. Y el que es, probablemente, su último gran logro en esta materia es tener su primera tienda con consumo 100% de energía de fuentes renovables. En 2022, lograron que una de sus tiendas en California pudiera abastecerse completamente de la energía generada con sus paneles solares y generar, además, un 10% extra.

En lo que respecta a la responsabilidad social, la empresa desarrolla, desde hace varios años, programas para contribuir, sobre todo, con la educación. En 2008, lanzaron un programa llamado *Target School Library Makeover Program* con un socio para remodelar 200 bibliotecas escolares y donar más de 1,500 millones de libros. Esto impactó a más de 105,000 estudiantes y requirió, aproximadamente, 13,000 horas de voluntariado.

En 2013, la empresa trabajó con una organización para mejorar las condiciones de trabajo de los trabajadores de fábricas de ropa en Bangladesh. En ese mismo año, alcanzaron 1 millón de horas de voluntariado en diversos programas.

La empresa alcanzó los mil millones de dólares destinados a la educación en 2015. Aproximadamente, el 70% de ese monto fue destinado a recursos para las clases y programas de lectura. Además de libros y útiles escolares, la empresa ayudó con viajes escolares, comida, apoyo en reconstrucción de bibliotecas y más. Ese mismo año, lanzó una campaña publicitaria en español para la gente hispanohablante de Estados Unidos, que representa, aproximadamente, el 20% de la población.

En 2018, lanzaron el programa *The Team Member Giving Fund* para poder ayudar a los miembros de la empresa que enfrentasen dificultades después de un desastre natural.

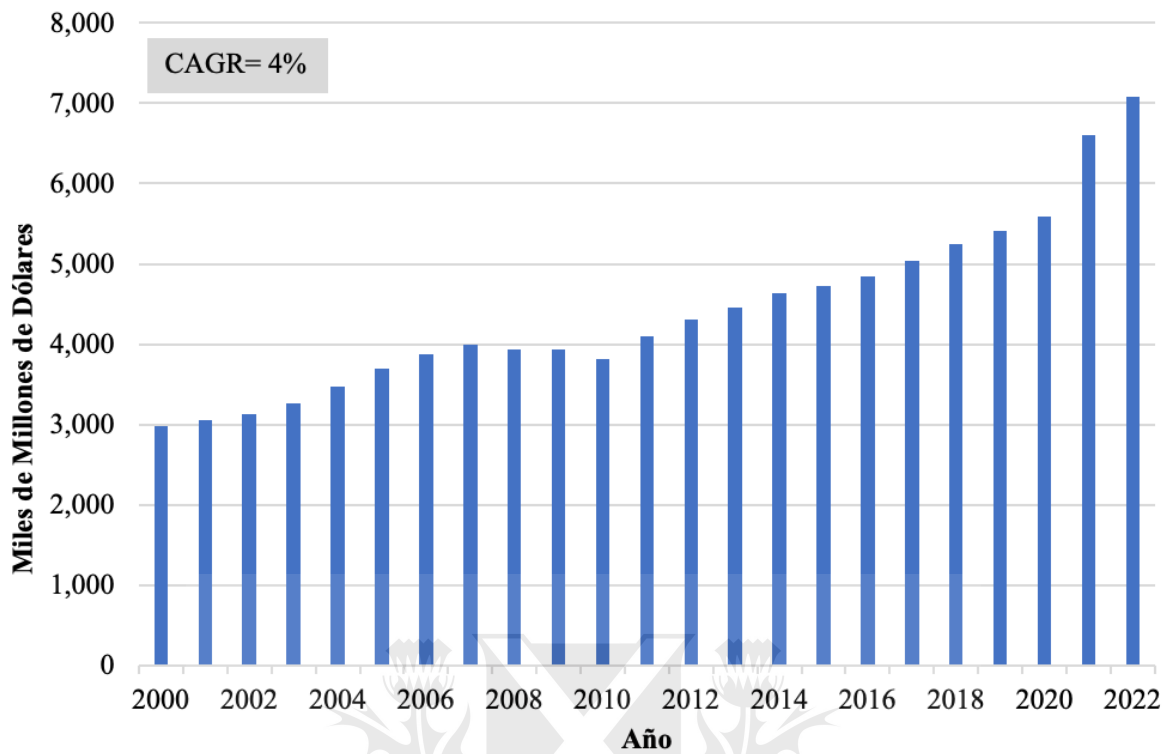
Otro programa destinado a la ayuda de sus trabajadores fue lanzado en 2021 con la finalidad de financiar certificados universitarios, cursos, material de estudio, y más relacionado con la educación.

2. Análisis de la industria y competencia

2.1. Industria de venta minorista

En el año 2022, las ventas minoristas dentro de Estados Unidos alcanzaron un total de 7,082 miles de millones de dólares, lo que refleja un crecimiento del 7.37% interanual. Desde el año 2000 (con 2,983 miles de millones de dólares en ventas) hasta el 2022, la tasa de crecimiento compuesta anual (CAGR) fue del 4%. A continuación, mostraremos un gráfico de la evolución anual de las ventas minoristas según los datos del *US Census Bureau*.

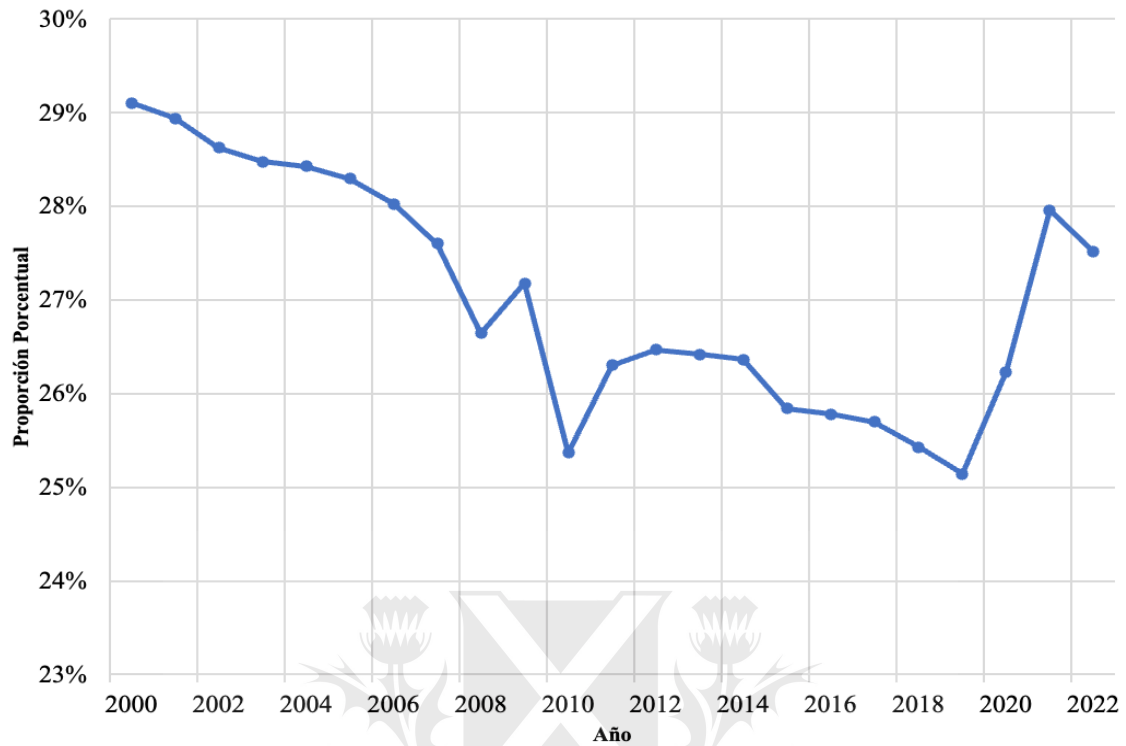
Gráfico 12: Evolución de las ventas anuales de la industria minorista.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de *US Census Bureau*

La relación de ventas de la industria sobre el PBI de Estados Unidos fue de 29.1% en el año 2000. Fue cayendo progresivamente hasta el año 2010, en el que fue de 25.4%. Luego, se mantuvo comparativamente estable hasta 2019, que fue del 25.1%, hasta que llegó la pandemia y causó que esta proporción aumentara a 26.3% en 2020 y a 28% en 2021. En 2022, estas ventas representaron el 27.5% del PBI.

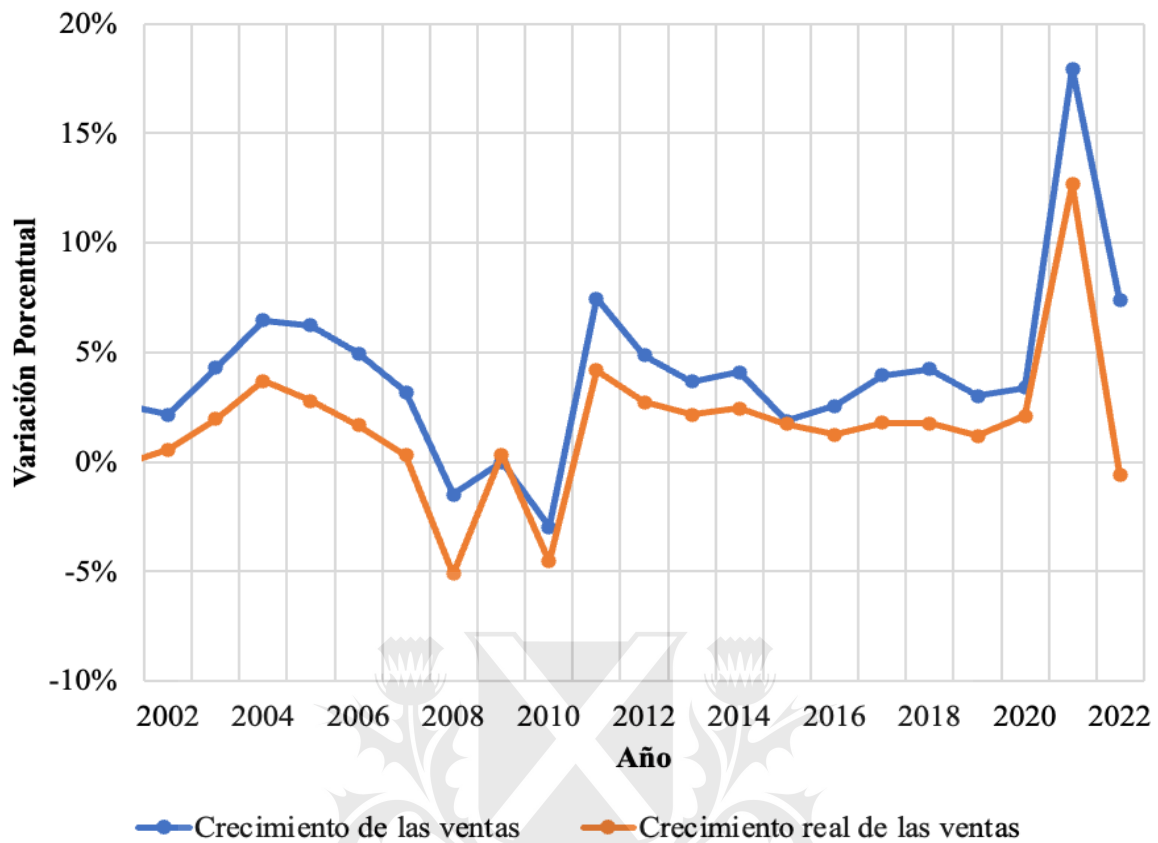
Gráfico 13: Evolución de la proporción de las ventas minoristas sobre el PBI de Estados Unidos.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de *US Census Bureau* y *Bureau of Economic Analysis*

El crecimiento real de las ventas minoristas (ajustado con el IPC) estuvo en ascenso desde el año 2000 hasta el 2004, que fue cuando empezó el declive que terminó reportando tasas reales negativas en 2008 y 2010. En el año 2012, el crecimiento real fue de 4.19%, y fue desacelerando hasta alcanzar un rango de entre 1.1% y 2.1% en el que se mantuvo desde 2015 hasta 2020. Terminado este periodo de crecimiento real estable año a año, tenemos dos particulares últimos años. En 2021, las ventas tuvieron un crecimiento real de 12.66% y, en 2022, decrecieron 0.57%, por los motivos expuestos en apartados anteriores.

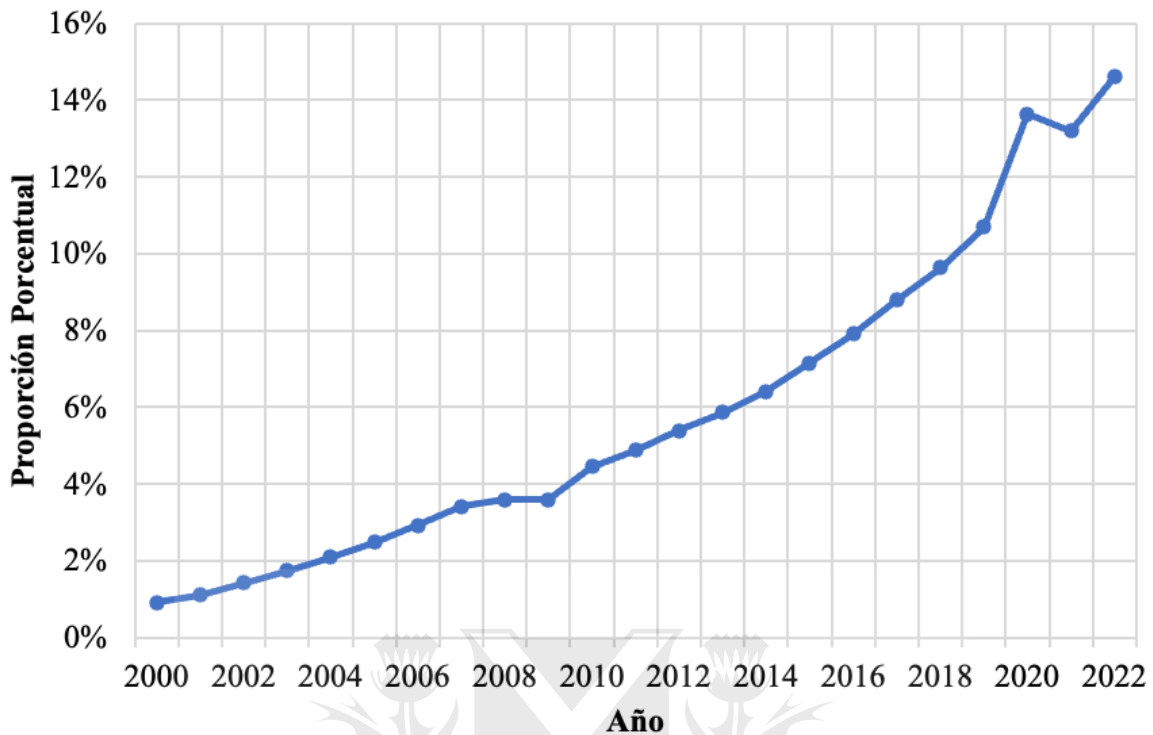
Gráfico 14: Evolución del crecimiento de las ventas minoristas.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de *US Census Bureau* y *U.S. Bureau of Labor Statistics*

Dentro de la industria minorista, se destaca el *e-commerce*, un canal de ventas en línea que ha cobrado relevancia en los últimos años. El *e-commerce* tuvo un crecimiento anual compuesto de 17.9% debido a la mejora en el servicio, accesibilidad y al avance tecnológico. En el año 2000, las ventas por este canal representaban menos del 1% del total de las ventas minoristas, pero esta proporción fue creciendo de forma exponencial. En el siguiente cuadro podremos ver la evolución de esta proporción.

Gráfico 15: Evolución de la proporción del *e-commerce* sobre las ventas minoristas totales.

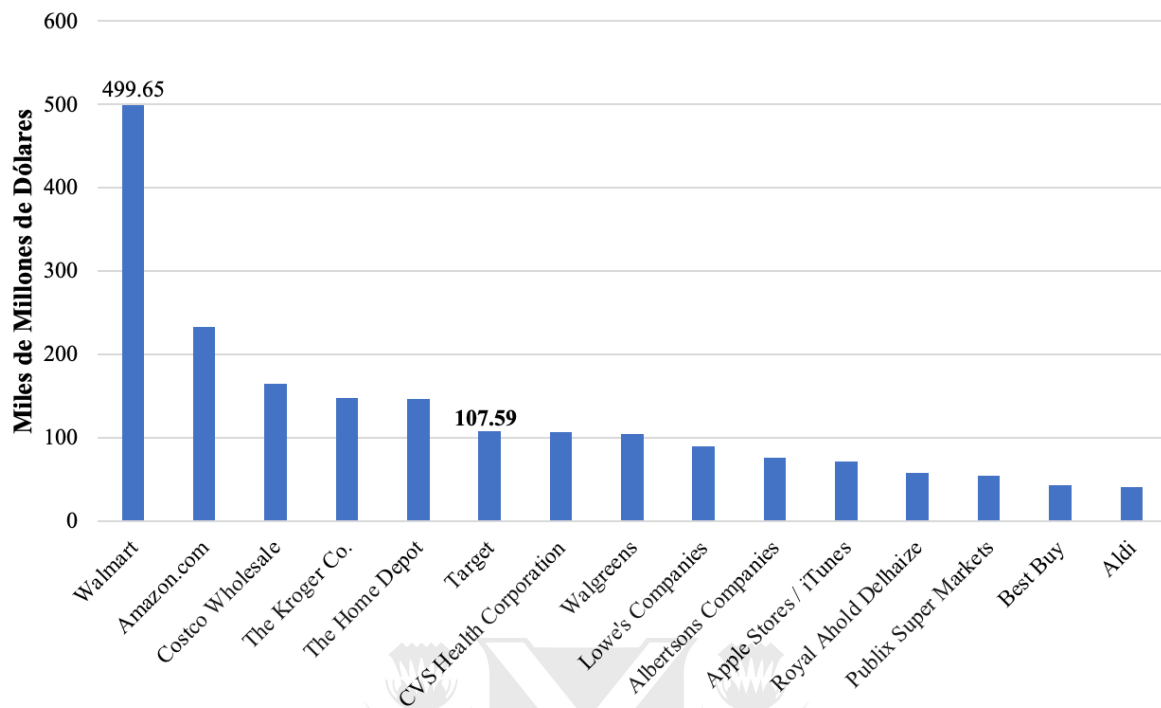


Fuente: Elaboración propia en base a datos de *US Census Bureau*

En el Gráfico 15 podemos ver cómo se fueron inclinando los usuarios a este nuevo canal de ventas a lo largo de los años. En el año 2000, la proporción del *e-commerce* sobre las ventas minoristas totales fue de 0.93%. Durante los años siguientes, sin decrecimiento, la cifra siguió aumentando hasta pasar el 5% en 2012, que fue de 5.40%. La proporción siguió aumentando, y con ritmo más acelerado, hasta ser de 10.69% en 2019. La pandemia favoreció a este canal y, en 2020 y 2021, esta proporción pasó a ser de 13.63% y 13.20%, respectivamente. Finalmente, en 2022, las ventas a través de este canal pasaron a componer el 14.60% de las ventas minoristas totales.

En el gráfico siguiente veremos cómo se concentran las ventas en las 15 empresas de *retail* con mayor volumen de la base de datos de la *National Retail Federation* (NRF). Éstas contribuyeron con el 27.4% de las ventas minoristas totales en 2022, siendo Walmart el más grande, representa un 7.1% con ventas anuales de 499.65 mil millones de dólares. Target, que se encuentra en el quinto lugar, tuvo ventas anuales por 107.59 mil millones de dólares y representó el 1.5% de las ventas minoristas totales.

Gráfico 16: Ventas de los principales minoristas en Estados Unidos en el año 2022.



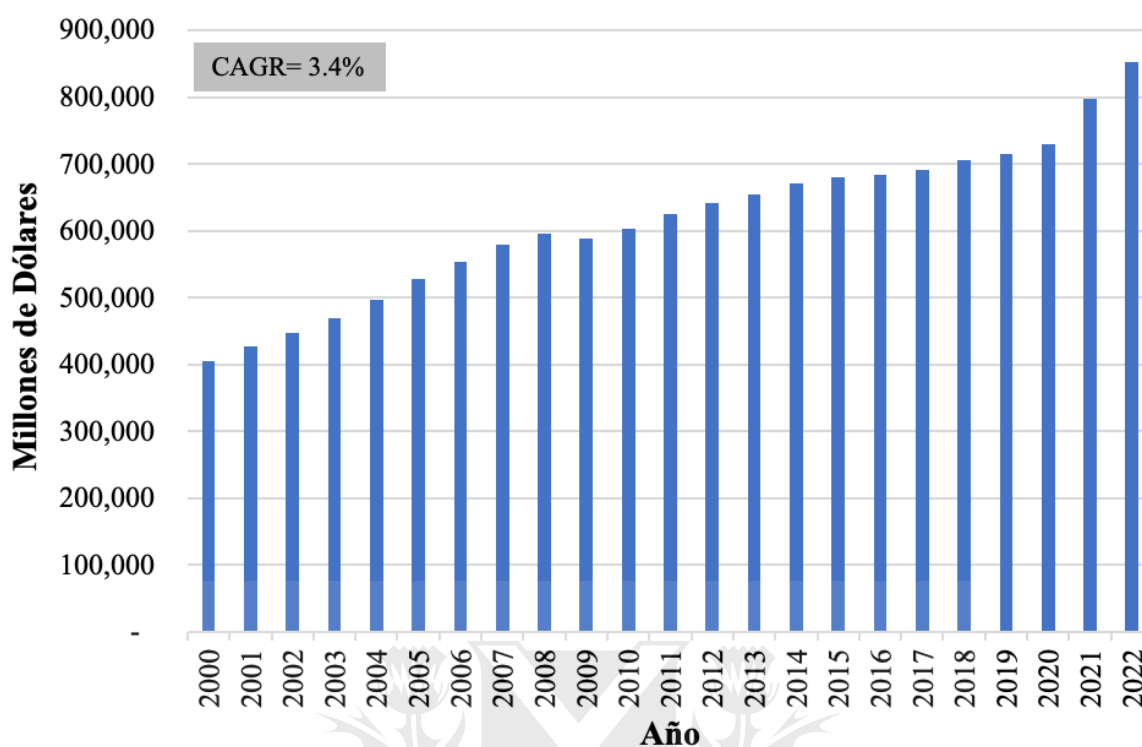
Fuente: Elaboración propia en base a datos de *National Retail Federation*

2.2 Subindustria *General Merchandise*

Las tiendas de *General Merchandise* son establecimientos que ofrecen una amplia gama de productos. Estas tiendas pueden ser grandes almacenes, tiendas de descuento, tiendas departamentales o grandes cadenas minoristas que buscan proporcionar a los consumidores una oferta diversificada de categorías de productos.

Entre los años 2000 y 2022, las ventas de *general merchandise* crecieron a una tasa anual compuesta (CAGR) de 3.4%. En el año 2000, las ventas fueron de 404,228 millones de dólares. El crecimiento hasta 2007 fue superior al 4% anual, con un máximo de 6.2%. En ese año alcanzaron los 578,582 millones de dólares. A partir de 2008, hasta 2020, año en el que llegaron a un total de ventas de 782,887 millones de dólares, las ventas crecieron entre el 1.3% y el 3.5% al año, con excepciones de los años 2009, donde cayeron 1%, y 2016, donde sólo alcanzaron un crecimiento de 0.4%. En 2021 y 2022, crecieron, respectivamente, 9.4% y 6.9%. En 2022, se alcanzaron los 853,380 millones de dólares en ventas. A continuación, mostraremos la evolución de estas ventas en un gráfico.

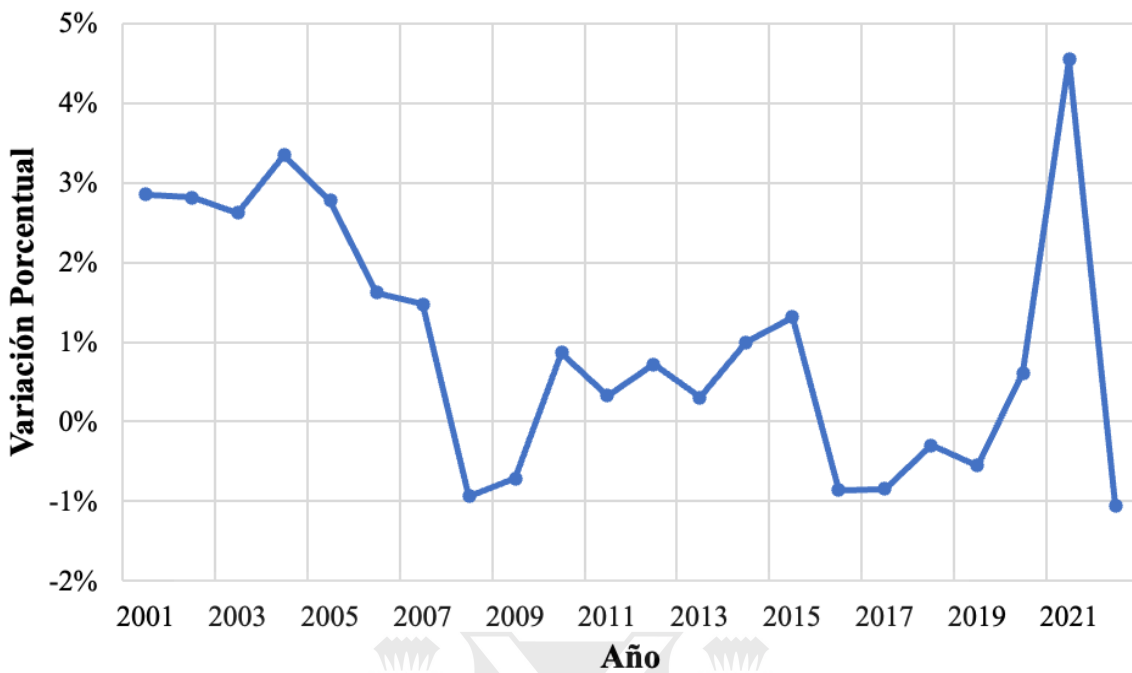
Gráfico 17: Evolución de las ventas de la subindustria de *General Merchandise*.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de *US Census Bureau*

El crecimiento real de las ventas, es decir, ajustado por inflación (con el IPC), registró un promedio anual del 1%. El crecimiento real anual se fue debilitando de 2.9% en 2001, hasta 1.5% en 2007. Después de dos años, 2008 y 2009, de declive en términos reales de ventas, éstas pasaron a crecer menos del 1% al año hasta 2013. En 2014 y 2015, lograron crecer 1% y 1.3%, respectivamente, pero luego volvieron al terreno negativo hasta 2019. En 2020, se reportó un crecimiento de 0.6%, y en 2021, se alcanzó un crecimiento de 4.5%. En 2022, sufrieron una contracción de 1%.

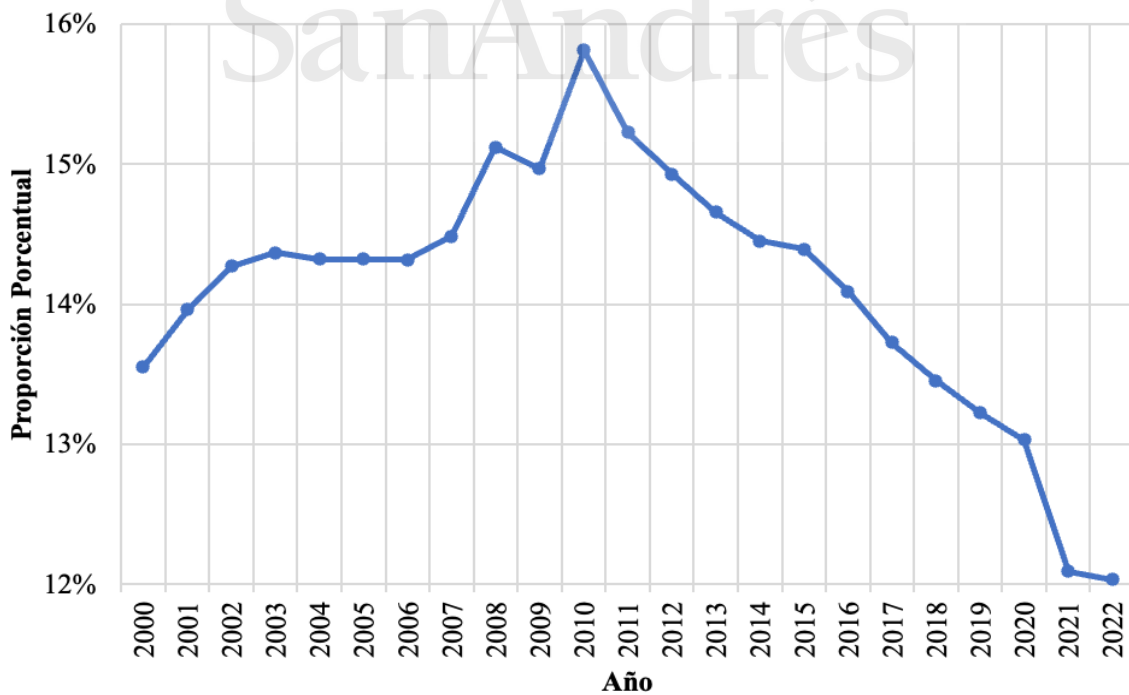
Gráfico 18: Evolución del crecimiento real de las ventas de *General Merchandise*.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de *US Census Bureau*

La proporción de ventas de *General Merchandise* sobre las ventas minoristas totales estuvo en ascenso desde el año 2000 hasta el 2010, en el que se alcanzó el 15.8%. A partir de ese año, hasta el 2022, esa proporción fue progresivamente en declive hasta ser del 12% en 2022.

Gráfico 19: Evolución de la proporción de ventas de *General Merchandise* sobre las ventas minoristas totales.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de *US Census Bureau*

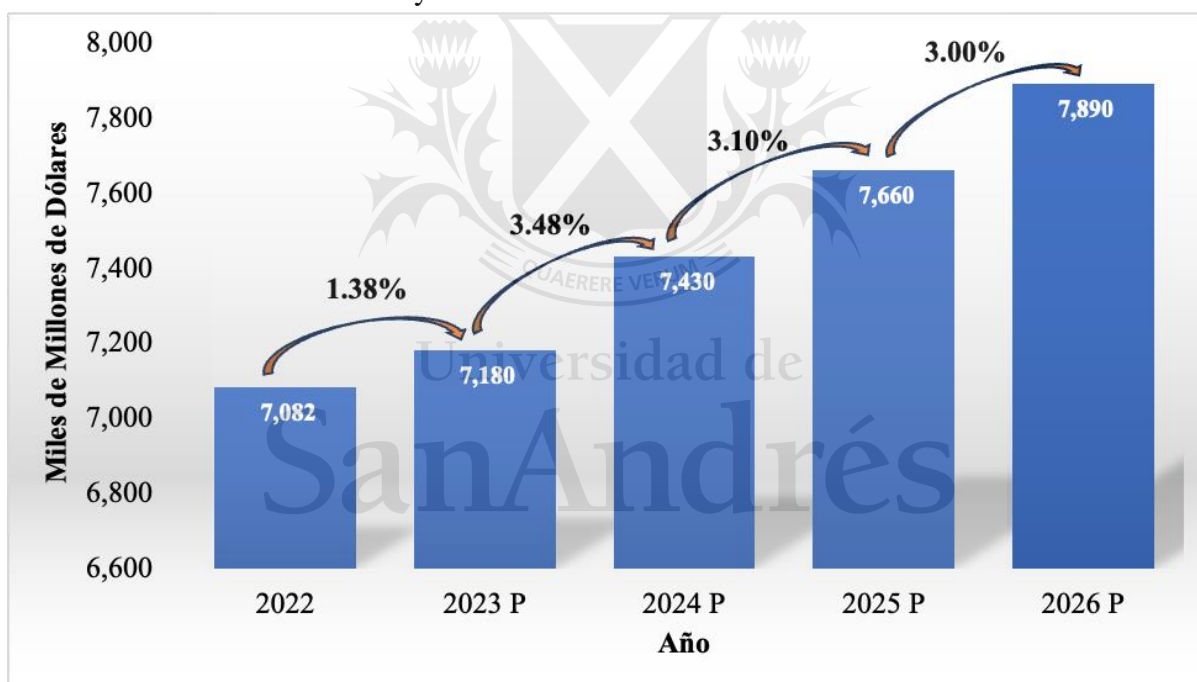
2.3. Proyecciones de la industria

2.3.1. Proyecciones de la industria minorista

Según la proyección de E-marketer con Statista, las ventas minoristas van a crecer 1.38% en 2023, y entre 3% y 3.5% por año los próximos tres años hasta 2026. Pronostican que ese año las ventas llegarán a ser de 7,890 miles de millones de dólares.

Estos números, al someterlos a un análisis, resultan acordes a un pronóstico conservador. Si contrastamos las tasas de crecimiento con las tasas históricas, no nos alarmamos por dato alguno, pues desde 2013 hasta 2020, el crecimiento anual estuvo entre el 1.8% y 4.22%. El único dato de crecimiento proyectado que tenemos fuera del rango es el de 2023, pero es razonable pronosticar un crecimiento menor al usual por la política monetaria que está llevando a cabo la Reserva Federal.

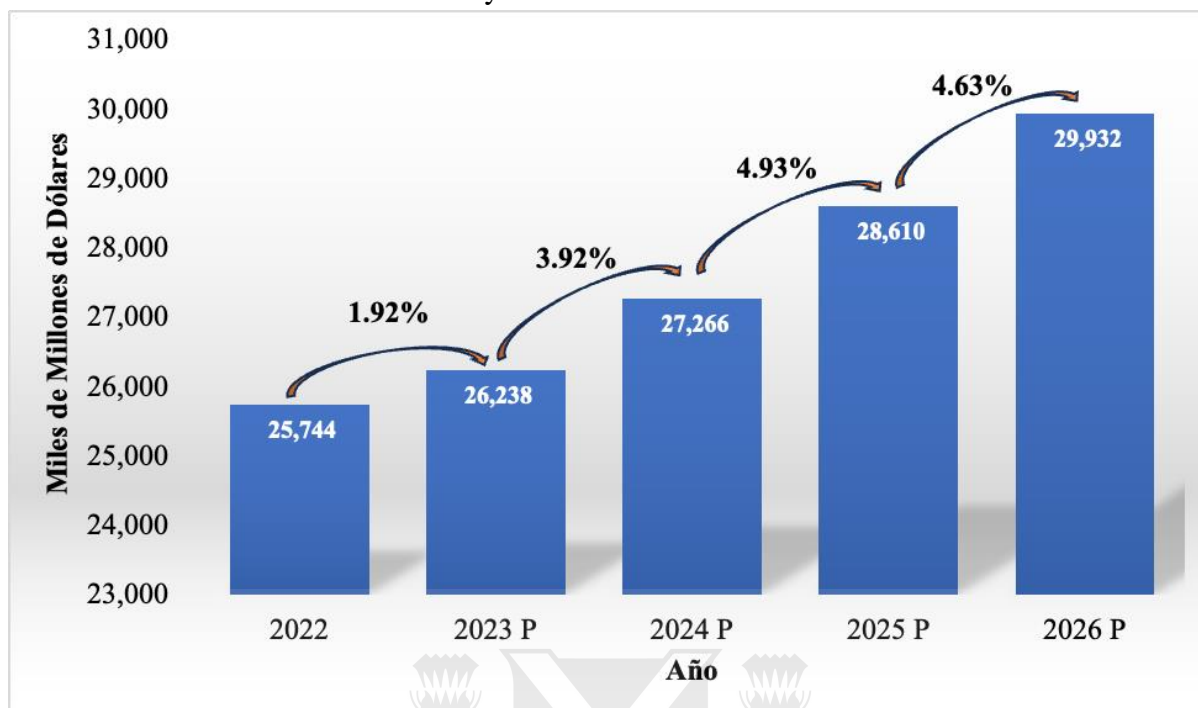
Gráfico 20: Proyección de las ventas de la industria minorista.



Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones de *Statista* y *e-Marketer*

Continuando con el análisis, tomaremos los pronósticos del *US Congressional Budget Office* del PBI de Estados Unidos en el mismo periodo para comprobar que las proporciones de las ventas minoristas sobre el PBI estén en línea con las históricas y el contexto. A continuación, mostraremos estas proyecciones en un gráfico.

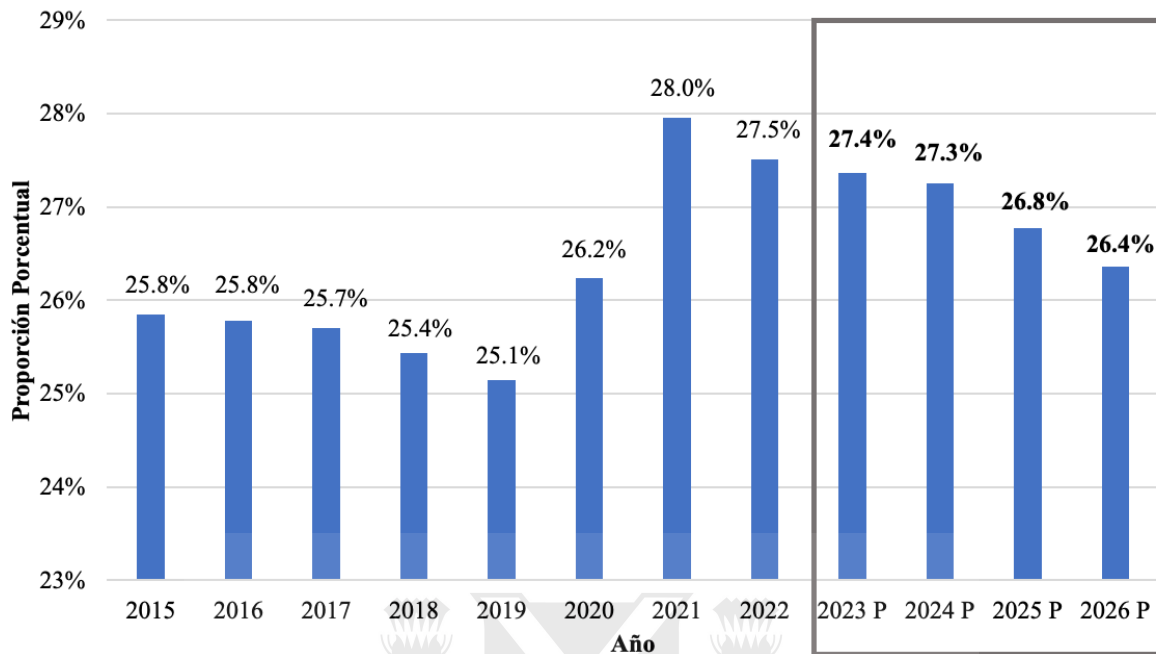
Gráfico 21: Proyección del PBI de Estados Unidos.



Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones de *US Congressional Budget Office*

Con estas proyecciones, cuyas tasas de crecimiento nominales son las que ese país tiene en condiciones de normalidad, obtenemos proporciones razonables. Desde 2015 hasta 2019, las proporciones se mantuvieron entre el 25.1% y 25.8%, cifra que aumentó en los tres años siguientes hasta ser de 27.5% en 2022. Las cifras que resultan de las proyecciones corresponden a las del argumento de que su crecimiento durante los últimos tres años estuvo impulsado por la anormalidad de las condiciones, como las restricciones por la pandemia, la política monetaria expansiva hasta 2021 con consecuencias rezagadas, etc. Por ende, a medida que las condiciones se normalizan, las proyecciones de estas proporciones van en declive, tendiendo a una cifra de normalidad como las de antes de la pandemia.

Gráfico 22: Evolución de la proporción de las ventas minoristas sobre el PBI de Estados Unidos y su proyección.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de *US Census Bureau* y *Bureau of Economic Analysis*, y estimaciones de *US Congressional Budget Office*, y *Statista* y *e-Marketer*

2.3.2. Proyección demográfica de Estados Unidos

Finalmente, analizaremos las proyecciones demográficas de Estados Unidos por la importancia que el crecimiento poblacional tiene en las ventas de las empresas como Target.

Según la información del Fondo Monetario Internacional en su *World Economic Outlook Database*, la población de este país recuperará su crecimiento de, aproximadamente, 0.5% anual a partir del año 2023, cifra en la que estuvo rondando antes de la pandemia, que luego bajó en 2021 y 2022. A continuación, veremos las proyecciones en un gráfico.

Gráfico 23: Evolución de la población de Estados Unidos y su proyección.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI

Esto significa que recuperará el crecimiento que tuvo en ausencia de eventos de magnitud, y junto con las anteriores proyecciones podemos concluir que el escenario esperado en torno a estos datos es el retorno a resultados normales, es decir, a datos similares a los vistos antes de la pandemia, algunos continuando tendencias pasadas, otros tendiendo hacia ellas.

2.4. Análisis de la competencia

A Target, por ser una empresa que vende muchos tipos de productos, desde comida hasta artículos para la casa y electrodomésticos, le podemos encontrar muchos competidores. Ya sean empresas que vendan un producto o un tipo de producto que vende Target, podríamos considerarla como una competidora; pero lo que sostiene a las empresas como Target son los consumidores que realizan sus compras de variadas categorías de productos en un mismo lugar, de manera recurrente y que, por lo general, están suscritos a los programas de estas empresas para obtener descuentos por los volúmenes de compra.

A las empresas de esta clase, que venden productos de diversas categorías para el uso cotidiano, se las agrupa en una subindustria llamada *General Merchandise* (Mercancías Generales, o Mercancías Varias) según el *Global Industry Classification Standard*, o el *North American Industry Classification System*, que son sistemas de clasificación de empresas e industrias.

De esta subindustria seleccionamos a las cinco empresas que compiten directamente en la consecución del tipo de clientes al que estas empresas enfocan sus esfuerzos. Nos basamos en las categorías de productos vendidos, cantidad de ventas realizadas en Estados Unidos, cantidad de tiendas, modelos de negocio y otras características distintivas.

Las empresas competidoras son: Walmart, Costco, Dollar General, Dollar Tree, Inc. y BJ's. A continuación, haremos un análisis de estas empresas para ilustrar el panorama competitivo en el que se desarrolla Target.

Walmart Inc. es un minorista dedicado a ofrecer productos diversificados con precios bajos a través de múltiples canales de venta. Tiene canales de *e-commerce* y opera en 20 países. La compañía opera a través de sus tres empresas (o segmentos operativos, como les llaman): Walmart U.S., Walmart International y Sam's Club. La compañía logró ventas de 605.9 mil millones de dólares en su año fiscal 2023 (lo designan año fiscal 2023, pero abarca desde el día 1 de febrero de 2022 hasta el 31 de enero de 2023, es el periodo equivalente al año fiscal 2022 de Target).

Walmart U.S. es el segmento más grande de la empresa. Opera en los 50 estados de Estados Unidos, Washington D.C. y Puerto Rico. Además de tiendas, tiene centros de entrega en el mismo día, centros de recojo, centros de distribución y canales de venta en línea. Trabaja con modalidades como recojo en tienda, entrega a la casa, entrega desde la tienda, entre otras. Tuvo un total de ventas de 420.6 mil millones en el año fiscal 2023 y conformó el 69% de las ventas totales.

Tiene un programa de fidelización llamado *Walmart+* que ofrece a los asociados beneficios en sus diversos canales, como envíos gratis en algunos productos sin monto mínimo, envíos desde tienda gratuitos, descuentos en combustibles, acceso a *Paramount+*, entre otros.

Los productos los dividen en tres unidades grandes:

1. *Grocery*: comestibles secos, bocadillos, lácteos, carnes, productos agrícolas, panadería, pastelería, bebidas, comida congelada, productos de belleza, productos para la salud, suministros para mascotas, productos químicos para el hogar, artículos de papel y productos para bebés.
2. *General Merchandise*:
 - *Entertainment*: artículos electrónicos, juguetes, mercadería de temporada, videojuegos, películas, música, libros y aparatos móviles.
 - *Hardlines*: artículos para automotores, *hardware*, artículos deportivos, artículos para estar al aire libre, entre otros.
 - *Apparel*: ropa, incluidos zapatos de todo tipo, joyería y accesorios.
 - *Home*: artículos para la cama y baño, muebles, decoraciones para la casa, tejidos para la casa, entre otros.

3. *Health and Wellness*: productos farmacéuticos, medicinas, servicios ópticos y otros servicios clínicos.

Las ventas se repartieron de la siguiente manera entre las unidades de productos: *Grocery*: 59%, *General Merchandise*: 28% y *Health and Wellness*: 11%. El 2% restante lo reportan como *Other categories* (Otras categorías).

Las tiendas las dividen en tres tipos según sus tamaños y principales productos:

- *Supercenters (Grocery y General Merchandise)*: 178,000 pies cuadrados de área promedio.
- *Discount stores: (Limited Grocery y General Merchandise)*: 105,000 pies cuadrados de área promedio.
- *Neighborhood markets (Grocery)*: 42,000 pies cuadrados de área promedio.

Walmart International es el segundo segmento más grande de la empresa. Opera en 19 países fuera de los Estados Unidos, a través de filiales propias en Canadá, Chile, China, Botsuana, Kenia, Lesoto, Mozambique, Namibia, Sudáfrica, Suazilandia y Zambia, y a través de filiales mayormente propias en India, México, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua. En los últimos dos años cerraron sus operaciones en Argentina, Reino Unido y Japón.

Este segmento tiene dos categorías de tiendas con las que opera: de venta al por menor y de venta al por mayor. Los formatos son “supercentros”, supermercados, hipermercados, almacenes, *e-commerce* en algunos países, entre otros formatos y canales. Sus ventas totalizaron 101 mil millones de dólares para su año fiscal 2023, esto representó el 17% de las ventas totales de la compañía.

El tercer y último segmento operativo es Sam's Club. Es una cadena de venta al por mayor exclusivamente para clientes suscritos a su membresía. Opera en 44 estados de Estados Unidos y en Puerto Rico. Sus ventas en el año fiscal 2023 fueron de 84.3 mil millones de dólares, compusieron el 14% del total de ventas, y tuvieron aproximadamente 5 mil millones en ingresos por membresías. Sus locales suelen medir entre 32,000 y 168,000 pies cuadrados, el área promedio de éstos es, aproximadamente, de 134,000 pies cuadrados.

Sam's Club, además de la membresía, tiene un programa de fidelización propio llamado *Sam's Cash*. Tiene una página web y una aplicación para dispositivos móviles para que los clientes puedan realizar sus compras en línea.

Junto con los productos que venden, se encuentran marcas propias.

Sus categorías de productos son:

- *Grocery and consumables*: comestibles secos, bocadillos, lácteos, carnes, productos agrícolas, panadería, pastelería, golosinas, bebidas, comida congelada, productos de belleza, productos para la salud, suministros para mascotas, productos químicos para el hogar, arreglos florales, artículos de papel y productos para bebés.
- *Fuel, tobacco and other categories*: Incluye categorías variadas de menor importancia en los resultados que no se clasificaron en alguna de las demás, y combustibles.
- *Home and apparel*: ropa, incluidos zapatos de todo tipo, joyería y accesorios; muebles, decoraciones para la casa, tejidos para la casa, entre otros; artículos de estación; y juguetes.
- *Health and wellness*: servicios ópticos y auditivos, y medicamentos.
- *Technology, office and entertainment*: dispositivos electrónicos y accesorios, *software*, videojuegos, utensilios para oficina, y tarjetas de regalo de empresas terceras.

La distribución de las ventas de este segmento por cada categoría de producto fue la siguiente: *Grocery and consumables*: 63%, *Fuel tobacco and other categories*: 18%, *Home and apparel*: 11%, *Health and wellness*: 5%, *Technology, office and entertainment*: 3%.

Reuniendo los datos de toda la empresa, sus ventas en Estados Unidos componen el 86% de las ventas totales, tienen 5,317 locales en ese país, siendo el 86% propias, y 5,306 fuera de él, siendo el 27% propias. A pesar de que la cantidad de tiendas dentro y fuera de su país sea parecida, el área total es mucho mayor dentro de él, siendo de 782 millones de pies cuadrados dentro, contra 273.4 millones de pies cuadrados fuera. De las tiendas de su país, 4,717 pertenecen a Walmart U.S. y 600 a Sam's Club.

Fue importante habernos extendido en el análisis de Walmart porque puede ser el mayor competidor de Target por su presencia física, cantidad de ventas, categorías de productos (aunque Walmart tenga mayor proporción de ventas en comida que Target), modelo de negocio (principalmente hablando de Walmart U.S.), tipos y tamaños de tiendas, etc. Esta empresa cotiza en NYSE con el símbolo “WMT”.

La siguiente empresa es Costco. Su modelo de negocio tiene mayores diferencias con el de Target. Es una cadena internacional de tiendas-almacenes de venta al por mayor a precios de descuento con membresía que trabaja también con canales de *e-commerce*. La oferta de productos a precios de descuento la logran con estrategias intensivamente enfocadas en la minimización de costos y en la rápida rotación de los productos.

Para la reducción de costos buscan el mayor aprovechamiento del espacio en las tiendas, poca decoración, menos personal que la competencia en la atención, estrategias de *cross-docking* en sus centros de distribución, establecimientos de máximos de inventario, entre otras planificaciones. Y para la rápida rotación de productos, ofrecen una limitada selección de

productos de marcas nacionales y marcas propias de diversas categorías que generen grandes volúmenes de venta.

Costco cierra su año fiscal en agosto, por lo que mencionaremos la información que pudimos actualizar con su último reporte 10-Q de marzo de 2023 que contiene información financiera hasta el 12 de febrero de 2023.

En ese último reporte, la empresa publicó que trabaja con 848 tiendas en todo el mundo, 584 están en Estados Unidos y Puerto Rico. Sus principales operaciones se encuentran en Estados Unidos y Puerto Rico, Canadá, México, Japón, Reino Unido, Corea, Taiwán, Australia, España, Francia, China e Islandia. Según su último reporte anual, las tiendas tienen un área promedio de 146,000 pies cuadrados. El 80% de sus tiendas son propias en Estados Unidos y Puerto Rico, y en el resto de países, el 75%.

Las categorías de productos que ofrecen son:

- *Foods and Sundries*: comestibles secos, golosinas, comida congelada, productos misceláneos, *delicatessen*, licores y tabaco.
- *Non-Foods*: dispositivos electrónicos, electrodomésticos, herramientas y utensilios para jardinería, productos de salud y belleza, artículos deportivos, juguetes, productos de estación, cuidados para automóviles, ropa, joyería, mobiliario, entre otros.
- *Fresh Foods*: carne, pastelería y productos agrícolas.
- *Warehouse Ancillary*: combustibles, productos farmacéuticos y ópticos, patio de comidas, audífonos de ayuda, e instalación de neumáticos.
- *Other Businesses*: centros de negocios, viajes, *e-commerce* y otros.

Dentro de estas categorías, Costco denomina a las tres primeras como *Core Merchandise Categories* o *Core Business* (categorías de mercancías principales, o negocio principal). Las ventas de su año fiscal 2022, terminado el 28 de agosto de 2022, se distribuyeron de la siguiente manera: *Foods and Sundries*: 38%, *Non-Foods*: 27%, *Fresh Foods*: 13%, *Warehouse Ancillary* y *Other Businesses*: 20%. Las ventas de ese año fiscal fueron de 222.73 mil millones de dólares y sus ingresos por membresías fueron de 4.22 mil millones. Estados Unidos y Puerto Rico contribuyeron el 72% de las ventas totales.

A efectos de la comparación, debemos mencionar y usar todos resultados disponibles de los últimos doce meses terminados el 12 de febrero de 2023 porque, por la amplia diferencia entre las fechas de término de los años fiscales entre las empresas competidoras y Costco, podemos estar contrastando información originada en condiciones diferentes. Las ventas de esta empresa, en los últimos doce meses terminados en febrero de 2023, fueron de 230 mil millones de dólares y los ingresos por membresías fueron de 4.28 mil millones.

Costco es, concluyendo con su análisis, una empresa con algunas características diferentes a las de Target, pero por las categorías de productos, formatos de tiendas, cantidad de ventas en Estados Unidos, entre otras características, consideramos que debe ser incluida en el análisis. Entre las diferencias que pasan a primer plano cuando pensamos en la competencia están la reducción de costos, la proporción de ventas en cada categoría, la venta de combustibles en tal medida y la membresía que dificulta la toma de su clientela por parte de otra empresa. Al igual que Walmart, esta empresa también tiene mayor proporción de ventas en comida que Target. Sus acciones cotizan en NASDAQ con el símbolo “COST”.

La tercera empresa que analizaremos es Dollar General. Es un minorista que vende a precios de descuento. Es el que mayor cantidad de tiendas opera en Estados Unidos, con 19,147 a marzo de 2023, la mayoría en *leasing*. Se enfoca primordialmente en el sur del país. Vende productos de fabricantes líderes y marcas propias.

Esta empresa opera tiendas de menor tamaño que los competidores mencionados, se enfoca en sus ubicaciones para lograr satisfacer las necesidades de las zonas circundantes y generar ahorros de tiempo a los clientes. Gestionan sus inventarios y productos ofrecidos de acuerdo a las demandas locales que detecten. Llamamos al formato de sus tiendas *small-box* (pequeñas cajas) porque las diseñan de manera que sea fácil y rápido entrar, buscar, comprar y salir de ellas.

Sus categorías de productos son:

- *Consumables*: productos de papel y limpieza, comida empaquetada, comida perecedera, aperitivos, productos de salud y belleza, comida y objetos para mascotas, y productos de tabaco.
- *Seasonal products*: artículos de estación, juguetes, baterías, pequeños aparatos electrónicos, cartas, papelería, celulares y accesorios relacionados, suministros para jardinería, objetos para automóviles, y utensilios para oficina.
- *Home products*: utensilios para cocina, focos de luz, contenedores, marcos, velas y productos suaves para cama y baño.
- *Apparel*: ropa, accesorios y zapatos para ambos sexos y todas las edades; y pañales y productos de cuidado para bebés.

Las ventas en su año fiscal 2022 fueron de 37.84 mil millones de dólares y se distribuyeron de la siguiente manera: *Consumables*: 79.7%, *Seasonal products*: 11%, *Home products*: 6.2%, *Apparel*: 3.1%. Las ventas se hicieron en Estados Unidos. Abrieron una tienda en México, pero luego de haber cerrado el año fiscal.

Dollar General también tiene una mayor proporción de ventas de comida que Target, y mucho menos de ropa y productos para el hogar, que le puede dar una cobertura mayor frente a escenarios de desaceleración económica. Como esta empresa no trabaja con membresías, la competencia está más enfocada en los productos y precios, y Target podría beneficiarse en escenarios con mayor gasto por la mayor variedad de productos y la mayor dimensión de las tiendas. Esta empresa cotiza NYSE con el símbolo “DG”.

Abordaremos, ahora, a la cuarta empresa de la lista: Dollar Tree, Inc. Esta empresa opera sus tiendas bajo las marcas de Dollar Tree, Family Dollar y Dollar Tree Canada. Al 28 de enero de 2023, día en que cerraron su año fiscal 2022, la empresa registró 16,340 tiendas en 48 estados de EE.UU. y cinco provincias de Canadá. La mayoría de sus tiendas las operan con *leasing*.

La compañía trabaja con esta doble estrategia (Dollar Tree, por un lado, y Family Dollar, por el otro) para poder ofrecer lo mejor de sus marcas en diferentes formatos de tiendas y zonas geográficas. Dollar Tree (y Dollar Tree Canada) opera tiendas de variados productos a precios de descuento, predominantemente al precio fijo de 1.25 dólares (y de 1.50 dólares canadienses en Canadá). Apuntan a clientes de diversos sectores económicos en zonas suburbanas. Family Dollar opera tiendas de mercancías generales de venta al por menor a precios de descuento. Dirige su trabajo a construir tiendas en barrios que sirvan a su propósito de atender a clientes de bajos ingresos en zonas urbanas y rurales.

El segmento Dollar Tree tiene 8,134 tiendas, de las cuales 7,890 están en Estados Unidos. Miden, generalmente, entre 8,000 y 10,000 pies cuadrados. Tiene canales de venta en línea con 7,800 tiendas preparadas para hacerles abastecimiento el mismo día de la compra. Sus productos los dividen en tres categorías:

- *Consumable merchandise*: productos de papel y químicos para el hogar, comida, golosinas, productos de salud y belleza, y comida refrigerada y congelada.
- *Variety merchandise*: juguetes, bienes no perecederos para la casa, regalos, productos para fiestas, cartas, línea de productos de línea suave, arte, papelería y otros.
- *Seasonal goods*: entre otras cosas, productos navideños, de pascua y del día de San Valentín.

Sus ventas fueron de 15.4 mil millones de dólares y se distribuyeron de la siguiente forma: *Consumable merchandise*: 45.3%, *Variety merchandise*: 48.4%, y *Seasonal goods*: 6.3%.

El segundo segmento, Family Dollar, tiene 8,206 tiendas que miden, mayormente, entre 6,000 y 8,000 pies cuadrados. Sus productos los dividen en cuatro categorías:

- *Consumable merchandise*: comida y bebidas, tabaco, productos de salud y cuidado, químicos para el hogar, productos de papel, pañales, baterías, dispositivos electrónicos, suministros automotrices, y comida y suministros para mascotas.

- *Home products*: electrodomésticos, decoración para el hogar, regalos y línea suave para el hogar.
- *Apparel and accessories merchandise*: ropa, accesorios de moda y zapatos.
- *Seasonal and electronics merchandise*: productos navideños, de pascua, de *Halloween*, del día de San Valentín, dispositivos electrónicos personales, celulares y servicios relacionados, papelería, útiles para escuela, y juguetes.

Sus ventas fueron de 12.9 mil millones de dólares distribuidos entre las categorías de la siguiente manera: *Consumable merchandise*: 77.7%, *Home products*: 7.6%, *Apparel and accessories merchandise*: 5.7%, y *Seasonal and electronics merchandise*: 9%.

Podemos ver que Dollar Tree Inc., al igual que Target, tiene una proporción más grande de ventas de productos no esenciales que los competidores mencionados. La estrategia de atacar por dos frentes al mercado y apuntar a clientes de características diferentes le puede dar mayor flexibilidad a la hora de responder a cambios en la demanda. Sus acciones cotizan en NASDAQ con el símbolo “DLTR”.

Por último, analizaremos BJ's. Esta empresa es una cadena de tiendas de venta al por mayor con membresía que ofrece productos a precios de descuento concentrada principalmente en la zona este de Estados Unidos. Sus ventas son generadas 100% en ese país. Tiene canales de *e-commerce*. Opera con 235 tiendas, de las cuales el 6% son propias. Estas tiendas miden entre 44,000 y 177,000 pies cuadrados.

Logra ofrecer productos a precio de descuento estableciendo una cantidad máxima de inventario, procurando el menor tiempo transcurrido entre la compra de suministros y sus ventas finales para tener menores costos de transporte y almacenamiento, entre otras formas. Ofrece, también, ropa de marcas propias.

Sus categorías de productos son las siguientes:

- *Grocery*: carne, lácteos, pastelería, productos congelados, productos agrícolas, comida empacada, bebidas, químicos para limpieza, productos de papel, cuidado personal y comida para mascotas.
- *General merchandise and services*: óptica, llantería, aparatos menores, dispositivos electrónicos, electrodomésticos, productos de estación, tarjetas de regalo y ropa.
- *Gasoline and other*: combustibles y miscelánea.

Las ventas de su último año fiscal fueron de 18.92 mil millones de dólares y tuvieron ingresos de 396 millones por membresías. Las ventas se distribuyeron de la siguiente manera: *Grocery*: 67%, *General merchandise and services*: 12%, *Gasoline and other*: 21%.

Este negocio tiene mucho menor proporción de ventas de mercancías generales no relacionadas con los consumibles para la casa que Target. Su membresía puede, como dijimos de Costco, dificultar la competencia por su clientela a sus pares. Sus acciones cotizan en NYSE con el símbolo “BJ”.

Llegado el final de esta sección, podemos concluir que la competencia es dinámica y multiforme. Tenemos tres clubes mayoristas con membresía, que son Costco, BJ's, y Sam's Club. Estos venden combustibles, a diferencia de los demás competidores. Tenemos dos empresas que operan tiendas de menor tamaño que las típicas en esta subindustria, que son Dollar General y Dollar Tree Inc., y cada una con enfoques diferentes. Una de las empresas está centrada en la zona este de Estados Unidos: BJ's. Walmart, Costco, Sam's Club y Dollar Tree Inc. tienen ingresos fuera de EE. UU., aunque la mayoría provenga de este país. Cada empresa tiene sus propios armados de categorías y sus ventas distribuidas de diferente manera entre cada una, pero pudimos ver que la mayoría tiene una proporción grande de ventas de comida y productos perecibles, salvo Target y Dollar Tree Inc., que tienen proporciones relevantes en objetos durables. Esto, por un lado, vuelve a unos negocios más defensivos y, por el otro, les da a los otros dos mayor oportunidad de crecimiento en contextos económicos favorables.

A continuación, veremos una tabla con algunas características generales de cada empresa relacionadas con su tamaño y posicionamiento geográfico. Las empresas están ordenadas de manera descendente por volumen de ventas.

Tabla 4: Descripción general de los principales competidores de Target.

	Ventas (en miles de millones de dólares)	Ventas en EEUU	Cantidad de tiendas	Capitalización de mercado (en miles de millones de dólares)
Walmart, Inc.	605.90	83%	En EE.UU.: 5,317. En el resto del mundo: 5,306.	367.04
Costco	230.05	72%	En EE.UU. y PR: 584. En el resto del mundo: 264.	231.14
Target	107.59	100%	1,948	76.39
Dollar General	37.84	100%	En EE.UU.: 19,147. En México: 1.	47.38
Dollar Tree, Inc.	28.32	No especifica, pero el 98% de sus tiendas están en EE.UU.	En EE.UU.: 16,096. En Canadá: 244.	33.00
BJ's	18.92	100%	235	9.90

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales y trimestrales de las empresas

2.5. Amenazas al negocio

Podemos identificar amenazas al negocio de Target que se originan en la naturaleza del mercado. Empezaremos mencionando la que surge de las categorías de productos vendidos y sus diferencias con las de la competencia.

Como vimos, la empresa tiene una proporción importante de ventas que son realizadas por productos no esenciales, como dispositivos electrónicos, o decoraciones para el hogar. Esto causa que Target se encuentre más expuesta que la mayoría de sus pares a los ciclos económicos, y que cuando haya desaceleraciones o recesiones imprevistas, sufra más.

Una amenaza que tiene relación con la anterior es que los competidores, con excepción de Dollar Tree Inc., tengan grandes proporciones de ventas de comida, lo que les da mayor cobertura ante escenarios de dificultades económicas, sus negocios son más defensivos. Y los tres clubes con membresía venden, además, combustibles, lo que les da un terreno más para competir y sacar ventaja cuando los precios de éstos acompañen.

La tercera amenaza que identificamos aparece por el desarrollo de las tiendas de Target. Al ser éstas desarrolladas para buscar ofrecer una experiencia íntegra a los clientes en el momento de sus compras, y con niveles comparativamente altos de inventario para poder tener la mayor oferta posible y mantener los estándares de las tiendas, el negocio genera mayores costos y un margen de maniobra bajo en caso de cambios en la demanda.

Las membresías, principalmente, y los programas de fidelización son una amenaza porque mantienen atraídos a los clientes a cada empresa. Target debe lograr continuar su expansión y mantener su competencia mediante los suyos. Las membresías pueden ser difíciles de combatir porque el lazo con el cliente es mayor, está inducido a comprarle a la empresa por su pago periódico.

Por último, vemos en los canales de *e-commerce* una amenaza al negocio si la empresa no puede lograr competitividad en sus precios porque estas plataformas facilitan la comparación de precios entre los competidores.

3. Análisis financiero

3.1. Indicadores de rentabilidad

Llevaremos a cabo un análisis financiero en el que nos enfocaremos en las ratios de rentabilidad y márgenes para estudiar la rentabilidad de la empresa, su evolución, tendencias y crecimientos. Consideraremos una ventana temporal desde el año fiscal 2016 hasta el 2022. Consideraremos el valor presente de los *leases* operativos como deuda (la integraremos a la deuda financiera) y su pago periódico como intereses. Daremos detalles de estos cálculos en el apartado destinado a la estructura de capital.

Realizaremos un análisis horizontal que se centrará en dos ejes principales: por un lado, los márgenes de la empresa: bruto, EBITDAR, EBITR y neto; y, por el otro, las ratios de rentabilidad: *Return on Common Equity* (ROE), *Return on Assets* (ROA) y el *Return on Invested Capital* (ROIC).

Los márgenes son cocientes calculados en relación con las ventas de la empresa. El margen bruto representa la proporción de las ganancias brutas con respecto a las ventas, el margen de EBITDAR se calcula utilizando el EBITDAR, el margen EBITR utiliza el EBITR y el margen de ingreso neto se calcula con el resultado neto.

El ROE refleja el porcentaje del patrimonio neto al que equivale el resultado neto, es decir, el porcentaje de retorno sobre su propio capital a valores contables ambos. Luego, el ROA es calculado como el cociente de EBITR y los activos totales. Y, por último, el ROIC se obtiene al dividir el EBITR después de impuestos entre la deuda financiera y el patrimonio neto sumados.

A continuación, agregaremos una tabla en la que veremos los márgenes y ratios para poder seguir el análisis.

Tabla 5: Evolución de márgenes y ratios de rentabilidad de Target.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Márgenes							
Margen Bruto	29.2%	28.8%	28.4%	28.9%	28.4%	28.3%	23.6%
Margen EBITR	7.4%	6.3%	5.9%	6.4%	7.4%	9.3%	4.1%
Margen EBITDAR	10.6%	9.7%	9.2%	9.8%	10.1%	11.8%	6.6%
Margen Neto	3.9%	4.1%	3.9%	4.3%	4.7%	6.6%	2.6%
Ratios							
ROE	21.1%	26.6%	25.2%	29.0%	36.9%	48.1%	21.7%
ROA	12.8%	12.0%	10.9%	12.0%	16.0%	19.0%	8.1%
ROIC	12.7%	14.3%	14.2%	16.3%	21.8%	27.2%	13.0%

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

En el año 2016, el margen neto fue afectado por un retiro anticipado de deuda para el que tuvo que pagar 422 millones. Lo registraron como pago de intereses, fue de alrededor del 40% del pago total de intereses y del 10.7% del ingreso antes de impuestos del año.

En 2017, las ventas crecieron 3.4%, mientras que los costos de ventas al 4%. Debido al aumento de costos, el EBITR y el EBITDAR sufrieron caídas de 12.6% y 5.3%, respectivamente, y la diferencia en ambas se acentuó por el aumento de 8.8% en las depreciaciones y amortizaciones que vino por una aceleración en la depreciación de los nuevos locales y los remodelados. Esto presionó a la baja los márgenes, salvo al margen neto, que se expandió porque hubo una reducción en la tasa efectiva de impuestos que pagó la empresa, que pasó de 32.7%, en 2016, a 19.9%, en 2017.

El retorno sobre los activos se vio afectado por la caída en los ingresos, mientras que las demás ratios se expandieron como producto de la suba en el resultado neto de 7%. La recompra de acciones del año anterior fue equivalente al 135% del ingreso neto, lo que bajó el patrimonio neto inicial.

El 2018 fue parecido al año previo en cuanto a los márgenes, que cayeron en su conjunto. Una vez más, debido al incremento en mayor proporción de los costos con respecto a los ingresos. El resultado neto subió, pero el patrimonio neto inicial fue mayor que el del año anterior por una baja recompra de acciones, esto generó que el ROE y ROIC cayeran. El ROA cayó nuevamente por la suba en los activos totales.

En 2019, los números mejoraron luego de varios años, las ventas crecieron a una tasa mayor que los costos. Por ende, las ganancias brutas crecieron 5.4%, el EBITR, 12.9%, y el EBITDAR, 10.1%. Gracias a esta mejora en los resultados, en 2019, los márgenes y ratios de rentabilidad se expandieron en su conjunto.

El ROE y ROIC subieron 4.2 y 2.1 puntos porcentuales, respectivamente, debido al crecimiento del resultado neto de 11.7%, mientras que el ROA subió 1.1 puntos porcentuales, influenciado por el incremento en el EBITR.

En 2020, con la pandemia de COVID-19 alterando las condiciones, el ingreso neto creció 33.1%, mientras que el EBITR y EBITDAR, 38.4% y 23.6%, respectivamente. Producto de esto, los márgenes aumentaron, dejando de lado el margen bruto. Éste se comprimió de 28.9%, en 2019, a 28.4%, en 2020, debido a que el costo de ventas creció en mayor proporción que las ventas.

En lo que respecta a las ratios de rentabilidad, se expandieron significativamente. El ROE, ROA y ROIC alcanzaron niveles de 36.9%, 16%, 21.8%, alcanzando subas de 7.9, 4 y 5.5 puntos porcentuales, respectivamente. Todo esto generó que los activos de la empresa crecieran un 19.8% y el Patrimonio neto, 22% (siendo los años de mayor crecimiento porcentual). Todo esto sucedió a pesar de una paga de 512 millones de dólares por retiro anticipado de deuda.

En 2021, las ventas crecieron 13.2% y el costo de ventas, 13.3%, dejando el margen bruto casi inalterado. El EBITR creció a una tasa de 41.7% y el EBITDAR, 32.3%. El margen de EBITDAR tuvo una suba de 1.7 puntos porcentuales y alcanzó un nivel de 11.8% (máximo dentro del periodo analizado). De la misma manera, el margen EBITR y el de ingreso neto marcaron niveles de 9.3 y 6.6%, respectivamente.

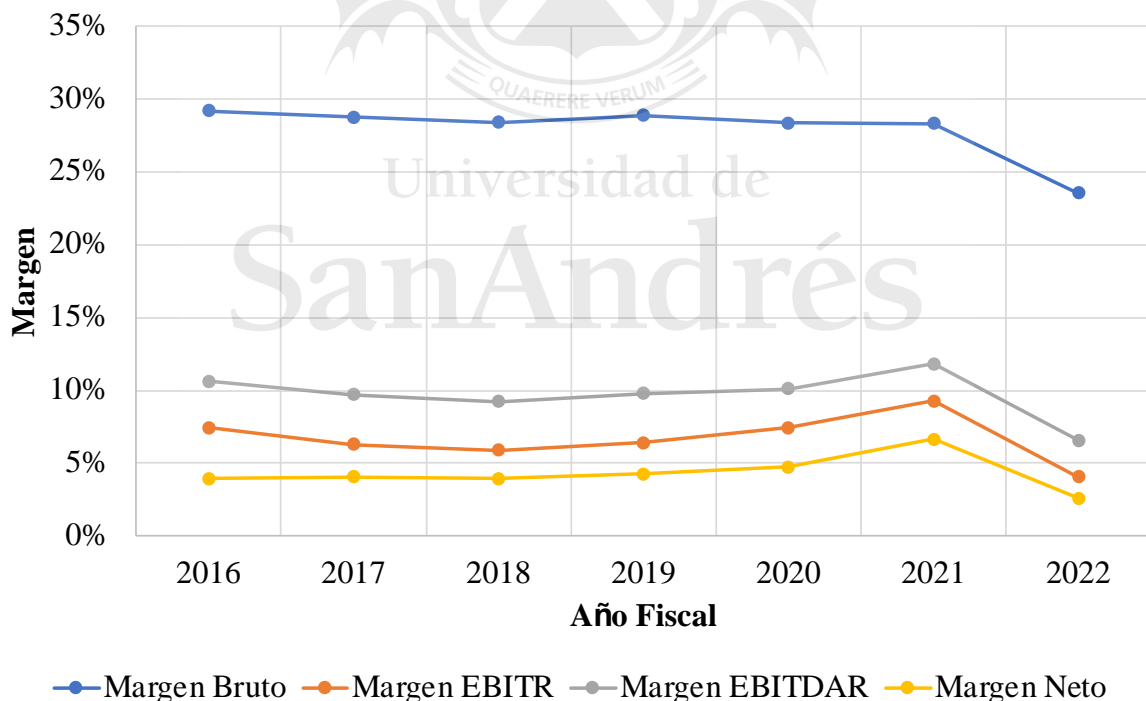
El ROE, ROA y ROIC alcanzaron sus niveles máximos de esta ventana, respectivamente, de 48.1%, 19% y 27.2%. La gran suba en estas ratios se dio a pesar de una importante suba de los activos totales y patrimonio neto iniciales.

Finalmente, 2022 fue un muy mal año para Target. El crecimiento en las ventas se desaceleró a 2.8%, mientras que el costo de ventas creció 9.7%. Las ganancias netas cayeron 60%, el EBITR, 55.1% y el EBITDAR, 42.8%, siendo las caídas más pronunciadas dentro del periodo de análisis. Esto llevó a que los márgenes sufrieran grandes caídas y registraran los valores mínimos dentro del periodo analizado. El margen bruto fue de 23.6%, el de EBITDAR de 6.6%, el de EBITR de 4.1% y el margen de ingreso neto de 2.6%.

Por su parte, el ROA y ROIC marcaron niveles mínimos desde 2015, siendo de 8.1% y 13%, respectivamente. Estas grandes caídas en los números fueron provocadas por un consumo menor al esperado y que, dada su política de inventario, tuvieran un inventario sin demanda que llevó a que sus costos sean altos, los márgenes se compriman y la rentabilidad sea baja. El ROE pasó a ser de 21.7% debido a la gran caída en el resultado neto.

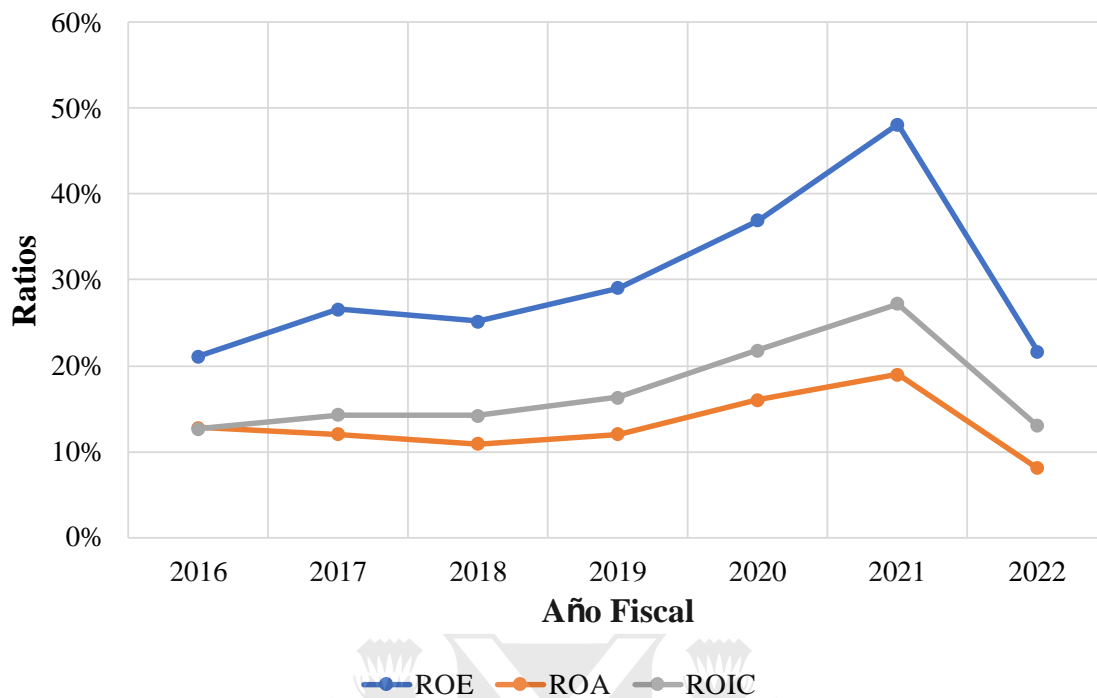
En síntesis, el análisis financiero de Target entre 2015 y 2022 muestra una trayectoria variable. En 2019, se vieron mejoras notables, y, luego, la pandemia impactó positivamente en 2020 y 2021. Finalmente, en 2022, Target registró una brusca caída en sus márgenes y ratios de rentabilidad debido a problemas con el inventario y la baja demanda. A continuación, mostraremos dos gráficos con las evoluciones de los indicadores analizados.

Gráfico 24: Evolución de márgenes de EBITDAR, EBITR, ingreso neto y bruto.



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

Gráfico 25: Evolución de las ratios de rentabilidad ROA, ROE y ROIC.



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

3.2. Gestión operativa

Analizaremos la gestión operativa de la empresa para conocer su eficiencia y el uso de financiamiento operativo. La ventana temporal elegida comienza en 2015. Trataremos su ciclo operativo y su ciclo de pagos para llegar al ciclo de conversión de caja. A continuación, presentaremos en la Tabla 6 la información a comentar.

Tabla 6: Evolución de la gestión operativa.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Días de inventario	60	61	61	64	59	58	67	59
Días de cuentas por cobrar	4	4	5	5	4	4	5	6
Días de cuentas por pagar	51	53	61	66	65	70	74	59
Ciclo de conversión a caja	13	12	5	3	(2)	(8)	(2)	6

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

Utilizando una base de 360 días por año en esta tabla, vemos que los días de posesión de inventario suelen ser de aproximadamente 60 días, o dos meses, de ventas. Los días transcurridos hasta el cobro de las cuentas es de 4 a 6 días en esta ventana temporal. Y los días transcurridos hasta el pago de cuentas ha variado notoriamente durante este período. Pasaron de ser de aproximadamente 50, hasta ser de más de 60 en 2018, y luego de 74 en 2021. En 2022, volvieron a bajar a 65 días.

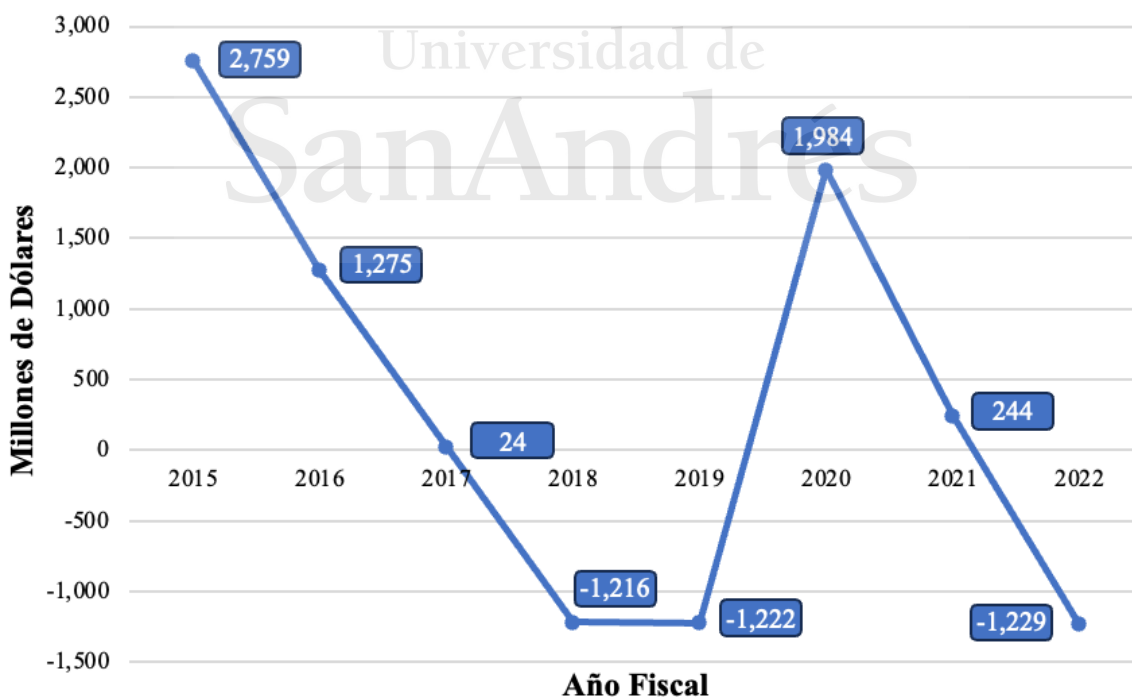
Con estos cálculos, su ciclo operativo, es decir, el tiempo que transcurre desde el recibo del producto hasta la finalización de su venta con los cobros (la suma entre los días de inventarios y de cobro de cuentas), estuvo entre 62 y 72 días.

El ciclo de conversión a caja, que es el ciclo operativo menos los días de cuentas por pagar, y que refleja la cantidad de días que la empresa tiene que financiar sus compras (si el número es positivo) o que recibe antes de pagar sus deudas comerciales (si el número es negativo), comenzó siendo de 13 y 12 días en 2015 y 2016, respectivamente; luego, de 5 y 3 en 2017 y 2018; en los tres siguientes años llegó a ser negativo, con hasta 8 días de recibos anticipados; y, finalmente, cerraron el 2022 con el dato en 6 días, positivo nuevamente.

Esto quiere decir que la empresa mejoró su gestión y administración de cobros y pagos hasta 2021. Comenzaron, en 2015, financiando aproximadamente 13 días de operación, hasta lograr vender y cobrar antes de tener que pagar por los productos. En 2022, la empresa volvió a tener que financiar sus operaciones.

Pasaremos a complementar el análisis anterior abordando la evolución y cantidad del capital de trabajo neto a lo largo de estos años, mostrados en el Gráfico 26. Lo calculamos restándole la suma de cuentas por pagar y otros pasivos operativos corrientes (que incluyen, por ejemplo, deudas por tarjetas de regalo, pero excluimos lo que corresponde a *leases* operativos) a los activos corrientes, que incluyen: caja, cuentas por cobrar, gastos anticipados, entre otros.

Gráfico 26: Evolución del capital de trabajo neto.



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

En 2015, tuvieron, dado el conocimiento que tenemos del tamaño de la empresa, una gran diferencia entre los activos y pasivos mencionados. Los activos los superaron por 2,795 millones. Los activos fueron decreciendo principalmente por la caída en el nivel de caja y el incremento de los pasivos hasta 2018, año en el que el capital de trabajo neto fue negativo. En 2019, estos pasivos fueron nuevamente mayores que los activos por su mayor crecimiento comparativo. Tras dos grandes resultados financieros en 2020 y 2021, la caja se disparó y los activos superaron con creces a los pasivos. Finalmente, en 2022, este cálculo fue, nuevamente negativo, de -1,229 millones, es decir, tenía más de estos pasivos que activos.

Vemos que la empresa no suele llevar una diferencia estable entre estos componentes. Ni siquiera si consideramos la diferencia por los aportes de las ventas de las farmacias en 2015 y de Dermstore en 2021.

Podemos concluir que la empresa gestiona sus operaciones saludablemente, salvo por la volatilidad que muestra su capital de trabajo neto, pero vemos que tuvieron un ciclo de conversión a caja favorable. La siguiente sección, referida a la financiación, enriquecerá el panorama operativo de la empresa informándonos acerca de su gestión de deuda.

3.3. Estructura de capital y endeudamiento

Consideraremos aquí, nuevamente, el valor presente de los *leases* operativos como deuda (la integraremos a la deuda financiera) y su pago periódico como intereses. Este valor presente lo estimamos para los años 2015 a 2017 porque las reglas contables referentes a la presentación de estos datos en Estados Unidos recién lo exigieron desde 2018. Estimamos esos valores según la proporción que representaron de los valores totales de los contratos en los últimos años porque vimos que era estable.

El valor presente de los *leases* operativos los calculamos ajustando los valores que reporta la empresa. Utilizamos su vencimiento promedio como *duration* y la diferencia entre su tasa de descuento reportada y la tasa de la deuda financiera. No utilizamos los valores reportados por la empresa porque los contratos tienen opcionalidades y eso termina repercutiendo en la tasa que utilizan para descontarlos y la distorsiona como medida de costo.

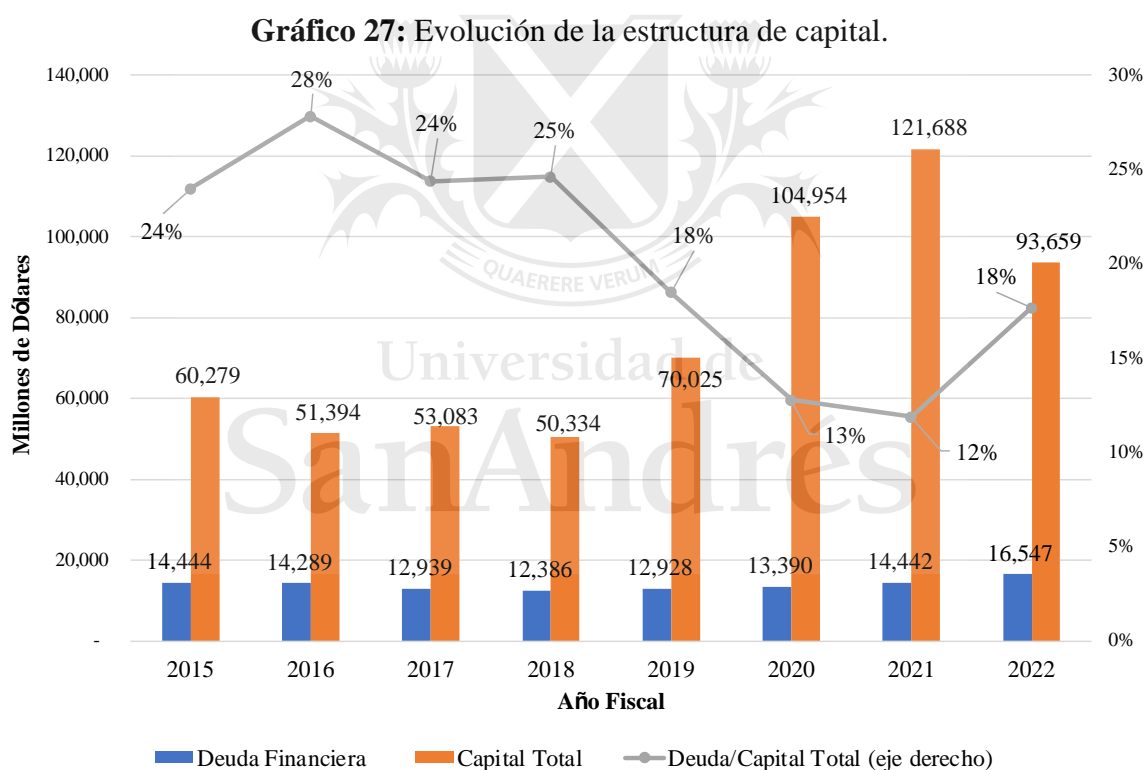
En este apartado estudiaremos la estructura de capital de Target y su nivel de endeudamiento al cierre de cada año fiscal a través de algunos cálculos que nos permitirán discutir y comparar la condición financiera de la empresa. El valor del capital propio está calculado considerando dilución a valores de mercado.

Empezaremos viendo cómo está compuesta su estructura de capital, es decir, cuánto es su capital propio y cuánta deuda financiera tiene. La mayor parte de su deuda suele ser de largo plazo, salvo algún año en el que tenga algún vencimiento grande de ésta. Al final del año fiscal 2022, la empresa tuvo menos del 1% en deuda financiera corriente. Como en apartados anteriores, hemos seleccionado la ventana temporal desde 2015.

Target ha tenido un porcentaje de deuda sobre capital total de entre 24% y 28% hasta el año 2018 de manera estable, teniendo pequeñas fluctuaciones según cambios en el precio de la acción, y amortizaciones y prepagos de deuda. El siguiente año, la empresa tuvo un gran rebote en el precio de sus acciones por la mejora de sus resultados y su porcentaje de deuda bajó a 18%.

En 2020 y 2021, la empresa tomó más deuda, pero vimos que sus resultados fueron excepcionales en comparación con los de años anteriores, por lo que el valor de las acciones subió extraordinariamente y resultó en un porcentaje de deuda sobre capital total de 13% y 12%, respectivamente.

En 2022, la empresa aumentó en gran proporción su deuda y el valor del capital propio cayó en gran medida por los problemas que enfrentó. Esto resultó en una deuda sobre capital total de 18%, tendiendo a la proporción de años anteriores.



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

Pasaremos a analizar las ratios relacionadas con el endeudamiento de la empresa para ver su solvencia y cobertura.

Los primeros cocientes por tratar son los que involucran a los intereses: EBITR/Intereses, que nos indica cuántas veces el resultado antes de intereses, impuestos y rentas (*leases* operativos) de un año puede cubrir los intereses, y EBITDAR/Intereses, que nos indica la cobertura sobre intereses también, pero del resultado antes de intereses, impuestos, depreciaciones,

amortizaciones y rentas. Y los últimos dos, que son usados como medidas del nivel de deuda: Deuda Financiera/EBITDAR, que denota qué tan grande es la deuda financiera con respecto al EBITDAR, que, en este caso, este último es utilizado como una aproximación a la cantidad de caja que genera la operación del negocio; y Deuda Financiera Neta/EBITDAR, que evidencia el mismo dato, pero de la deuda financiera neta, que es la caja restada a la deuda financiera.

Es importante resaltar que ajustamos los intereses para que mostraran únicamente los gastos por intereses de la deuda y *leases* operativos con los que opera la empresa. Esto quiere decir que no consideramos las pérdidas por retiro anticipado de deuda en los años 2016, 2017, 2019 y 2020. Y ajustamos los resultados de 2015 y de 2021 para que no reflejaran las ventas de las farmacias, por un lado, y de Dermstore, por el otro, y así sean comparables los datos.

Tabla 7: Evolución de las ratios de endeudamiento.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cobertura de intereses (EBITR/Intereses)	6.3	7.3	6.2	6.2	6.6	9.2	11.6	4.6
Cobertura de intereses (EBITDAR/Intereses)	9.1	10.1	9.5	9.6	10.0	12.4	14.9	7.5
Solvencia Financiera (Deuda Financiera/EBITDAR)	2.0	1.8	1.8	1.8	1.7	1.4	1.2	2.3
Solvencia Financiera (Deuda F. Neta/EBITDAR)	1.4	1.5	1.4	1.6	1.4	0.5	0.7	2.0

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target

Con respecto al primer cociente, es comparativamente estable hasta 2019, con una excepción en 2016. Luego, mejoró el EBITR en los años 2020 y 2021 en gran medida por los motivos relacionados con la pandemia que expusimos durante este trabajo. En 2022, como sabemos, el resultado de las operaciones fue pobre por los problemas enfrentados. La segunda ratio, EBITDAR/Intereses, sigue el mismo análisis porque las depreciaciones y amortizaciones de la empresa tienen un crecimiento suave y estable.

Con respecto al primer cálculo de solvencia financiera, los primeros cuatro años se mantuvo estable por el decrecimiento proporcionalmente similar de sus componentes. Luego, desde 2019 hasta 2021, esta medida fue en declive por el crecimiento del EBITDAR en mayor proporción que el crecimiento de la deuda. Finalmente, en 2022, con la deuda aumentando casi 20% y un EBITDAR contraído, llegamos al mayor número en este cálculo para la ventana temporal analizada.

En la segunda ratio de solvencia podemos ver el efecto de la caja y su relación con lo mencionado en el párrafo anterior. Hubo un gran decrecimiento de caja en 2016 y un posterior declive hasta 2018. En 2019, 2020 y 2021 se mantuvieron altos niveles de caja, siendo el mayor en 2020 de 8,511 millones. Por último, en 2022, volvieron a un nivel de caja similar al de 2019 y períodos anteriores, de alrededor de 2,200 millones.

La lectura de estos cálculos es la siguiente para el último año fiscal: para el último monto de intereses, el EBITR de ese año fue 4.6 veces mayor, y el EBITDAR, 7.5 veces. La deuda financiera fue 2.3 veces el EBITDAR y la deuda financiera neta, 2.0. A la empresa, por lo tanto, se la puede considerar sana en niveles de deuda porque, a pesar de que en 2022 el resultado operativo haya sido muy afectado por eventos fortuitos y transitorios, aún tiene una gran cobertura de intereses (aproximadamente, siete años y medio de intereses pueden ser pagados con el último resultado EBITDAR) y la deuda es dos veces el último EBITDAR teniendo apenas el 37% de la deuda que vencerá entre 2023 y 2027, y otro 34% entre 2028 y 2032.

Su calificación crediticia es media-alta, pertenece al grupo de calificaciones *Investment Grade*. Por empresa calificador, su calificación de deuda de largo plazo es: Moody's: A2, Standard and Poor's: A, y Fitch: A.

3.4. Comparación con pares del mercado

En esta sección compararemos datos relevantes relacionados con la rentabilidad, con lo operativo y con la financiación de las empresas competidoras que elegimos y estudiamos en un apartado anterior.

Para seguir siendo congruentes con el apartado anterior, el valor presente de los *leases* operativos serán presentados como deuda (la integraremos a la deuda financiera) y su pago periódico como intereses (los integraremos a los intereses). Ese valor presente lo ajustamos con el mismo método explicado para todas las empresas.

En el caso de BJ's, que no tiene bonos emitidos, utilizamos, para tal ajuste, la tasa media de rendimiento de la deuda de las empresas con su calificación crediticia (BB+) a un plazo similar al de sus contratos y en la misma moneda, publicada por Bloomberg.

Es más preciso seguir esta metodología de ajuste, sobre todo en esta sección, porque algunas empresas tienen grandes diferencias con respecto a la proporción de derechos de uso de las tiendas. Esto haría que los resultados presentados sin considerar los *leases* operativos cambiaran las conclusiones porque estarían solamente considerados los costos de las tiendas propias y *leases* financieros.

La información aquí presente fue recabada o calculada a partir de la información de los últimos años fiscales de cada empresa, salvo de Costco, que tuvimos que “calendarizar” (*calendarize*) por la diferencia en su calendario fiscal.

En primer lugar, vamos a comparar los crecimientos de ventas, márgenes operativos (calculados con los EBITR), márgenes EBITDAR, ROA y ROE. Los crecimientos de ventas los analizaremos de dos maneras: primeramente, con el CAGR desde 2015 hasta 2019; y, luego, con el CAGR desde 2015 hasta 2022. Lo haremos así porque queremos ver por separado el

crecimiento en años sin muchas peripecias y, luego, el crecimiento incluyendo los años 2020 y 2021.

En estas ventas hemos incluido el ingreso por membresías de los clubes mayoristas porque nos parecen determinantes al analizar su crecimiento de ventas.

Tabla 8: Análisis financiero de los competidores para el año 2022.

	Walmart, Inc.	Costco	Target	Dollar General	Dollar Tree, Inc.	BJ's
Crecimiento de Ventas (CAGR 2015-2019)	2.1%	7.8%	1.1%	8.0%	11.1%	1.4%
Crecimiento de Ventas (CAGR 2015-2022)	3.4%	10.4%	5.5%	9.3%	9.0%	6.5%
Margen Operativo TTM (EBITR/Ventas)	3.5%	3.7%	4.1%	13.0%	13.7%	5.7%
Margen EBITDAR TTM (EBITDAR/Ventas)	5.3%	4.5%	6.6%	15.0%	16.4%	6.7%
ROA TTM (EBITR/Activo Total)	8.7%	13.3%	8.1%	18.8%	17.9%	19.3%
ROE TTM (Resultado Neto/PN)	12.7%	29.4%	21.7%	38.6%	20.9%	79.2%

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales y trimestrales de las empresas

Con respecto a las ventas, vemos que Costco, considerando su tamaño, ha tenido un gran crecimiento en los últimos años. Ha casi igualado (hasta 2019) o superado (hasta 2022) el crecimiento anual compuesto de las tres empresas más pequeñas de esta selección, siendo esta empresa varias veces más grande. Dollar General y Dollar Tree Inc. tienen crecimientos muy similares, de alrededor de 9%, pero la segunda creció más en el periodo corto. Walmart, Target y BJ's tienen los menores crecimientos de ventas, pero en cada caso mejoraron sus números en el período extenso con respecto al corto.

El crecimiento de ventas de Dollar General y Dollar Tree Inc. puede estar relacionado con su tamaño con respecto al de las demás, pues son empresas que están capturando clientela, expandiendo sus coberturas y demás.

Los márgenes operativos son muy parecidos entre las tres empresas más grandes, de 3.5%, 3.7% y 4.1%, respectivamente. Y también muy parecidos, pero mucho mayores que las anteriores, entre las Dollar General y Dollar Tree, Inc., de 13.0% y 13.7%. Entre estos dos conjuntos está BJ's, con 5.7%.

En los márgenes EBITDAR podemos ver el efecto de la proporción de tiendas propias que opera cada una, pues las que más proporción de éstas tienen mejoran más su margen. Éstas son Walmart, Target y Costco, con mejoras de 52%, 23% y 83%. Mientras que las demás mejoran sus márgenes entre 15% y 20%.

Viendo el ROA de cada empresa notamos que Walmart y Target tienen números parecidos, 8.7% y 8.1%, respectivamente. Y las tres empresas más pequeñas, Dollar General, Dollar Tree,

Inc. y BJ's, con proporciones de tiendas en *leasing* mayores, tienen este indicador parecido también, de 18.8%, 17.9% y 19.3%. A pesar de que Costco tenga una estructura de propiedades similar a las dos primeras empresas mencionadas, su ROA es de 13.3%.

Por último, tenemos el ROE con amplias diferencias entre las empresas. Esto puede deberse a la estructura de capital, que será analizada más adelante para esclarecer y enriquecer este análisis. A la cuestión financiera se le agrega la cantidad de tiendas propias que operan las empresas.

El mayor ROE lo tienen BJ's y Dollar General, que son de 79.2% y 38.6%. Estas son seguidas por Costco, Target y Dollar Tree, Inc. con 29.4%, 21.7% y 20.9%, respectivamente. Y, finalmente, Walmart con 12.7%.

Pasaremos ahora a analizar algunas medidas de endeudamiento: la cobertura de intereses del EBITR, la cobertura de intereses del EBITDAR, la solvencia financiera y el factor de apalancamiento (considerando el valor del capital propio a valores de mercado).

Tabla 9: Ratios de endeudamiento de los competidores para el año 2022.

	Walmart, Inc.	Costco	Target	Dollar General	Dollar Tree, Inc.	BJ's
Cobertura de intereses TTM (EBITR/Intereses)	5.1	18.6	4.6	2.7	2.2	2.7
Cobertura de intereses TTM (EBITDAR/Intereses)	17.2	22.8	7.5	3.1	2.6	3.2
Solvencia Financiera (Deuda Financiera/EBITDAR)	1.7	0.8	2.3	2.7	2.0	2.5
Factor de apalancamiento (Deuda F./Capital Total)	13%	4%	18%	24%	22%	24%

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales y trimestrales de las empresas, y Bloomberg

Al abordar el primer cociente, notamos que las tres empresas más pequeñas tienen números similares comparativamente. No debe sorprendernos esto porque tienen estructuras de propiedades y proporciones de deuda similares. Las siguen, en orden creciente, Target, Walmart y Costco, que tienen, en ese orden, proporciones decrecientes de deuda también.

El segundo indicador de cobertura tiene relación con lo mencionado anteriormente acerca de las propiedades por la inclusión de las amortizaciones y depreciaciones. Los indicadores suben notablemente, sobre todo el de Walmart y Target.

En cuanto a la solvencia financiera, la única empresa que logra cubrir su deuda financiera con el EBITDAR es Costco. Tiene una deuda financiera de apenas el 80% de su EBITDAR, ampliamente diferente a las demás. Walmart y Dollar Tree, Inc. las tienen del 170% y 200%, respectivamente, mientras que Target, BJ's y Dollar General las tienen, en orden, del 230%, 250% y 270%.

Pasando al factor de apalancamiento, vemos, como mencionamos, que Costco es la que, con notable diferencia, menos deuda proporcional tiene, 4%. Luego, Walmart con 13%, Target con

18%; y, finalmente, Dollar Tree, Inc., Dollar General y BJ's con 22%, 24% y 24%, respectivamente. Es un sector que, en comparación con otros, tiene participantes con bajos niveles de endeudamiento. Ignorando a Costco por la diferencia comparativa de la cifra, las empresas están en un rango de 13% a 24% de deuda. Esto tiene directa relación con la menor necesidad de cada empresa a innovar, las tasas de crecimiento, etc. que las diferencian de otros sectores.

Antes de llegar a la parte integradora, trataremos ahora los ciclos operativos, de pagos y de conversión a caja para conocer la forma de operar y gestionar las operaciones principales de estos negocios.

Tabla 10: Gestión operativa de competidores en el año 2022.

	Walmart, Inc.	Costco	Target	Dollar General	Dollar Tree, Inc.	BJ's
Días de inventario	44	28	59	94	101	31
Días de cuentas por cobrar	5	4	6	0	0	5
Días de cuentas por pagar	42	29	59	49	35	27
Ciclo de conversión a caja	7	3	6	45	66	9

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales y trimestrales de las empresas

No nos sorprende que Costco y BJ's tengan el menor inventario entre esta selección de empresas, de aproximadamente un mes, por sus formas de operar comentadas en un apartado anterior. Target y Walmart tienen, aproximadamente, 2 meses de inventario, y Dollar General y Dollar Tree, Inc., 3 meses.

Las cuentas por cobrar en esta subindustria no tardan lo que en algunas otras, pero tenemos que Target tiene la mayor duración hasta el cobro, de 6 días. Luego, con 5 días Walmart y BJ's. Y, finalmente, está Costco con 4 días.

Las cuentas por pagar sí difieren, siendo de aproximadamente un mes las de Costco, Dollar Tree, Inc. y BJ's; de un mes y medio las de Walmart y Dollar General; y de dos meses las de Target, aproximadamente.

Las diferencias entre estas dos últimas cuentas pueden relacionarse con las diferencias de ventas de cada tipo de producto, pues las empresas con mayor proporción de productos no discrecionales, por lo general, van a tener menos cuentas por cobrar y días de cuentas por pagar; no así las que venden productos de mayor tamaño y precio.

Finalmente, el ciclo de conversión a caja, tenemos, por un lado, que las tres empresas de mayor tamaño y BJ's deben financiar una semana de ventas, aproximadamente, mientras que, por el otro lado, Dollar General y Dollar Tree, Inc., 45 y 66 días, respectivamente.

4. Valuación con flujos de fondos descontados

4.1. Consideraciones preliminares

En este apartado realizaremos la valuación de Target Corporation con la metodología de valuación con flujos de fondos descontados con el objetivo de estimar el valor del capital accionario de la empresa al 2 de marzo de 2023.

Este método supone que el valor de una empresa equivale al valor presente de sus flujos de fondos descontados a una tasa que refleje el costo del capital, o costo de oportunidad.

Para estimar los flujos asumiremos que la empresa tiene una vida infinita. Proyectaremos los flujos de los primeros seis años y utilizaremos el método de crecimiento perpetuo con el último flujo para determinar el valor de los flujos de los años siguientes. Proyectaremos los primeros seis flujos porque es una empresa madura que tiene un posicionamiento y un crecimiento poco variable en las actuales condiciones de la industria.

Para calcular la tasa de descuento para los flujos utilizaremos el método de costo de capital promedio ponderado (por sus siglas en inglés: WACC), que pondera el costo de la deuda por su proporción, y el del capital propio, por la suya.

Con el descuento de los flujos se llegará al valor de la empresa estimado, luego, se le restará el valor de la deuda neta a la fecha de la valuación y se llegará al valor del capital accionario estimado. Teniendo la cantidad de acciones diluidas se podrá llegar al valor intrínseco por acción al que equivalen los valores estimados.

El modelo que realizaremos es nominal y considera que la Reserva Federal tendrá éxito llevando la inflación a su objetivo de 2% anual en 2024, pasando por un 2023 que sea un año de transición en ese camino. Ese camino terminará, como se espera, en un reblandecimiento de la política monetaria que pueda hacer posible el crecimiento de la economía que presentamos en el apartado dedicado, entre otras cosas, a su proyección.

4.2. Flujo de fondos libres de la empresa

Los flujos de fondos libres de una empresa son los flujos de caja que generan sus operaciones. Éstos pueden distribuirse entre los accionistas y, si la empresa opera con deuda, entre los accionistas y una parte determinada a los acreedores.

Para llegar a los flujos calcularemos, primeramente, el EBITR, luego, ajustaremos ese resultado para que refleje los impuestos, lo operaremos para contemplar el efecto positivo de los gastos que no son erogaciones de caja (amortizaciones y depreciaciones), y la inversión en activos fijos (CapEx) y el capital de trabajo.

Se utilizarán datos, presentes y estimados, macroeconómicos, de la industria y de los informes financieros de la empresa para proyectar los flujos.

4.3. Proyección de ventas

La proyección de las ventas tendrá dos componentes: la proporción de crecimiento por *Same Store Sales* y la proporción correspondiente al crecimiento que aportan las nuevas tiendas. De esta manera, capturaremos las ventas que la empresa logra con sus tiendas en actividad y las que logra abriendo nuevas tiendas. Por lo tanto, primeramente, debemos hacer la proyección de nuevas tiendas por año y el formato de éstas. A continuación, veremos en la Tabla 11, junto con datos presentados en apartados anteriores, nuestras proyecciones de tiendas.

Tabla 11: Proyección de tiendas.

Año Fiscal	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Proyecciones					
									2023	2024	2025	2026	2027	2028
Cantidad de Tiendas														
Total	1,792	1,802	1,822	1,844	1,868	1,897	1,926	1,948	1,968	1,988	2,008	2,028	2,048	2,068
Crecimiento Anual		10	20	22	24	29	29	22	20	20	20	20	20	20
Super Target	278	276	274	272	272	273	274	274	274	274	274	274	274	274
General Merchandise	1,505	1,504	1,500	1,501	1,505	1,509	1,516	1,527	1,533	1,539	1,545	1,551	1,557	1,563
Small Stores	9	22	48	71	91	115	136	147	161	175	189	203	217	231
Apertura/Cierre														
Super Target		(2)	(2)	(2)	-	1	1	-	-	-	-	-	-	-
% del total		-20.0%	-10.0%	-9.1%	0.0%	3.4%	3.4%	0.0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
General Merchandise		(1)	(4)	1	4	4	7	11	6	6	6	6	6	6
% del total		-10.0%	-20.0%	4.5%	16.7%	13.8%	24.1%	50.0%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Small Stores		13	26	23	20	24	21	11	14	14	14	14	14	14
% del total		130.0%	130.0%	104.5%	83.3%	82.8%	72.4%	50.0%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Distribución de tiendas														
Super Target	16%	15%	15%	15%	15%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	13%	13%
General Merchandise	84%	83%	82%	81%	81%	80%	79%	78%	78%	77%	77%	76%	76%	76%
Small Stores	1%	1%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	8%	9%	9%	10%	11%	11%

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target y proyecciones propias

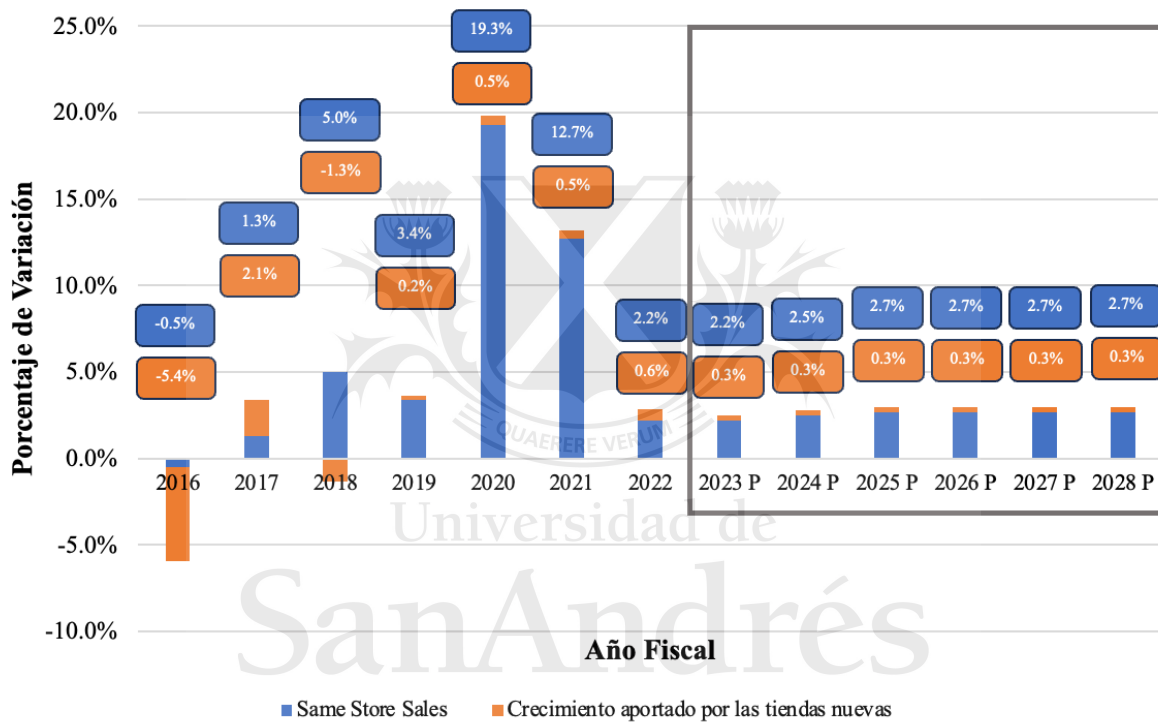
La proyección de la apertura de 20 nuevas tiendas en 2023 fue aportada por la empresa. Mantuvimos ese número a lo largo de los años porque nos pareció una cantidad que han demostrado que pueden abrir año a año, y es un número que corresponde a una proyección cautelosa por la situación actual de la empresa y de la economía. Además, esa cantidad fue proyectada teniendo en cuenta la proporción de los tipos de tiendas que la empresa vino abriendo en los últimos años. Como vimos, y podemos verificar en la Tabla 11, desde 2019, la empresa abrió año a año una proporción grande de tiendas pequeñas, una menor de medianas y abrió muy pocas o ninguna grande. Siguiendo un patrón similar, proyectamos que el 70% de las tiendas nuevas será *Small Stores* y el 30% será del tipo *General Merchandise*; estructura que, asimismo, aporta mayor confianza al mantenimiento del crecimiento de tiendas con la escala que ya tiene Target.

Importante nos es recordar que no haremos diferencias entre ventas por canal porque vimos que la gran mayoría de las ventas se hacen en las tiendas y más del 90% son suplidas desde

éstas también, por lo tanto, las ventas, sostenemos, están atadas a la cantidad de tiendas que la empresa abre. Recordamos también que el gran crecimiento de ventas por medios digitales que se dio en años previos se mantuvo estable durante los últimos dos años, lo que nos permite suponer, decimos nuevamente, que es la nueva proporción que describe al cliente típico de Target.

Con estas aperturas de tiendas y haciendo un análisis del comportamiento histórico de las ventas en relación con las tiendas abiertas y sus tipos, proyectamos el *Same Store Sales* y el crecimiento de ventas por las tiendas nuevas. A continuación, veremos el gráfico de nuestras proyecciones de ambas cifras para cada año fiscal.

Gráfico 28: Proyección del crecimiento de las ventas.



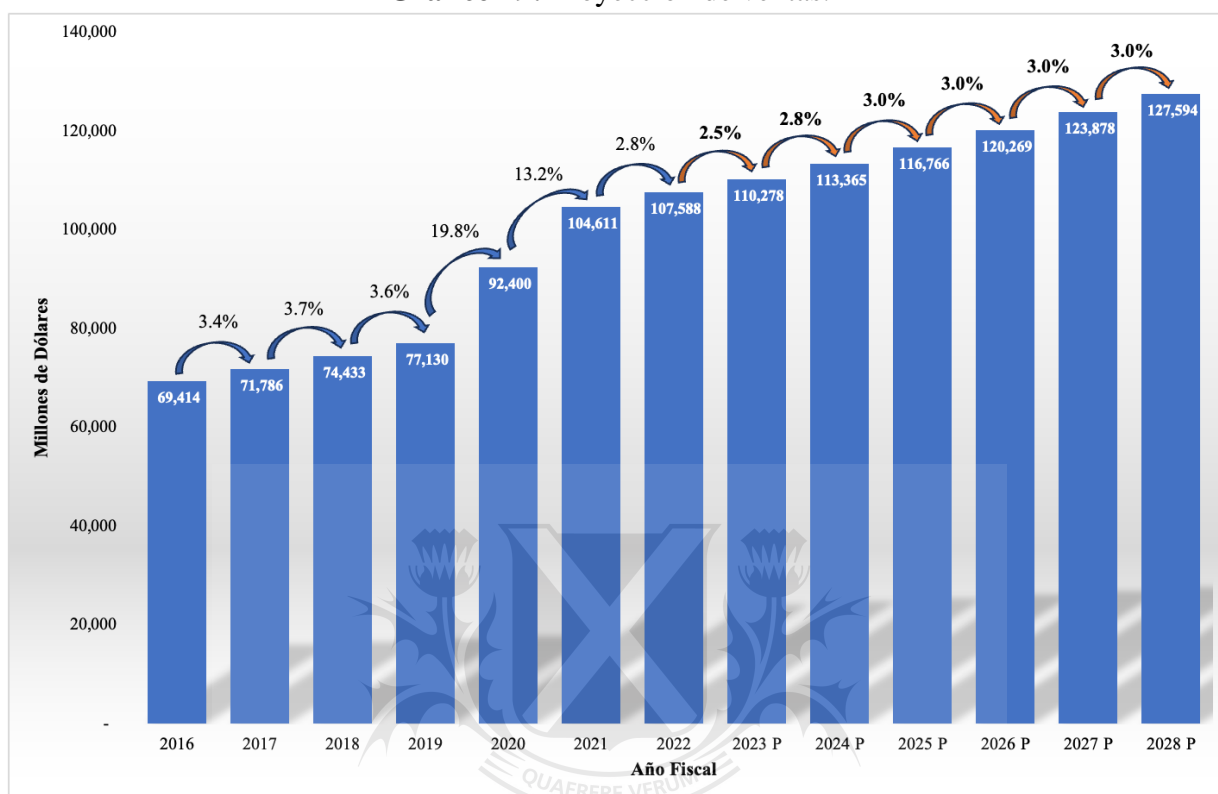
Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target y proyecciones propias

La proyección del *Same Store Sales* para 2023 la mantuvimos con respecto al año anterior en 2.2% por las dificultades que aún acechan a la empresa y a su entorno, proyectamos una recuperación progresiva a partir de 2024 y una estabilización desde 2026. Para la proyección de crecimiento aportado por las nuevas tiendas nos apoyamos en las cifras de años anteriores teniendo en cuenta los tipos y cantidades de tiendas abiertas y cerradas en cada año.

Estos números se apoyan en las tasas históricas de crecimiento considerando las diferencias entre cada año explicadas en los análisis anteriores y en el objetivo de la directiva en crecer las ventas, como citamos anteriormente, *low to mid-single digits* (un rango de crecimiento entre el dígito bajo y el dígito medio). Están respaldados, también, por las proyecciones de crecimiento del sector, la economía y la población estadounidense.

Con los crecimientos de estos componentes, obtenemos como resultado las proyecciones de ventas mostradas a continuación en el Gráfico 29.

Gráfico 29: Proyección de ventas.



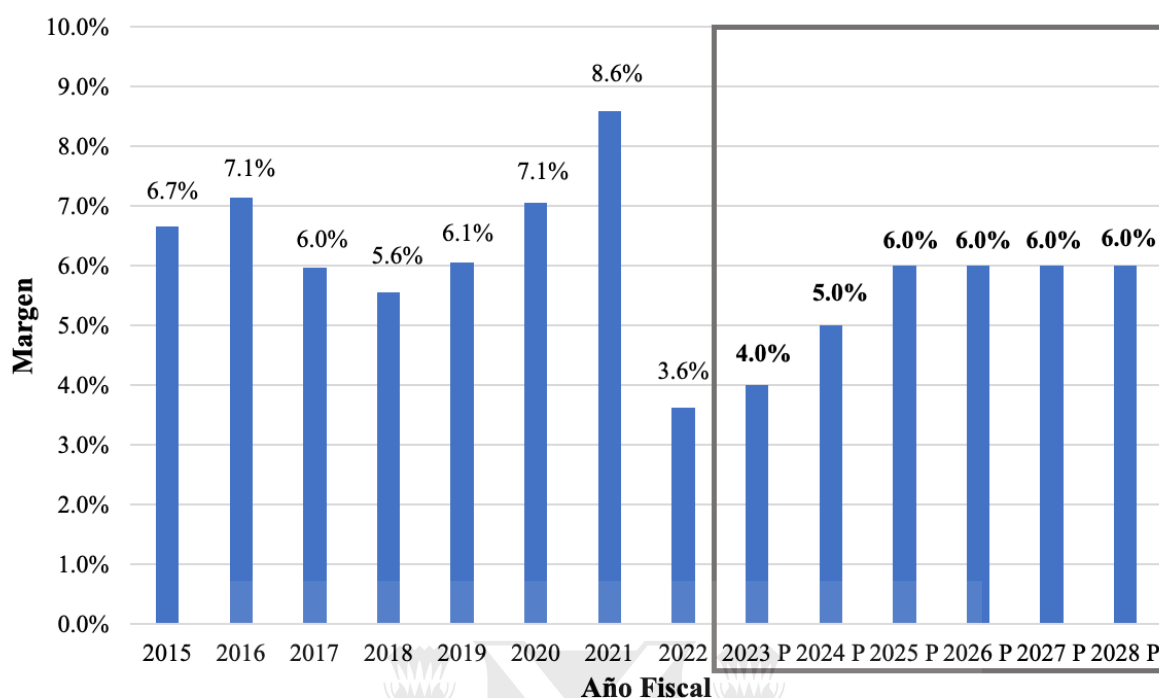
Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target y proyecciones propias

Estas proyecciones muestran una desaceleración en el crecimiento de ventas en 2023 que se recupera hasta llegar a 3% de crecimiento en 2025 y se mantiene en esa cifra a lo largo de los años. Cumplen el objetivo de la directiva sin perder cautela y estando en línea con las proyecciones que mencionamos y el ambiente en el que se desenvuelve la empresa.

4.4. Proyección de márgenes

Para poder llegar al EBITR, proyectamos, en primer lugar, el margen EBIT basándonos en los datos históricos, priorizando datos de años comparables en mayor medida y considerando las distintas proyecciones proporcionadas en apartados anteriores. A continuación, mostraremos los márgenes históricos y los proyectados en el Gráfico 30. Es importante señalar que utilizamos el EBIT ajustado, que no contempla las dos ventas de negocios de las que tanto hemos hablado, para calcular márgenes que reflejen lo operativo, que es lo que estamos buscando.

Gráfico 30: Proyección de márgenes EBIT.



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target y proyecciones propias

Estos márgenes proyectados muestran una recuperación progresiva desde 2023 hasta 2025 y una estabilización a partir de 2026 en una cifra conservadora con respecto a los años pasados. La recuperación la proyectamos con el argumento de que los problemas en la cadena de suministros y en el inventario de la empresa se irán resolviendo conforme pase el tiempo y la presión de los altos precios relacionados vaya cesando. Luego, se estabilizará el margen en una cifra similar que la empresa logró en años de normalidad anteriores, como se espera que sean, por lo menos en alto grado, los años próximos.

Luego, proyectamos los gastos por *leasings* operativos considerando el costo promedio aproximado por tienda según años anteriores y la cantidad de tiendas que proyectamos que se abran con este tipo de contrato, también basándonos en lo que se vino haciendo en los últimos años. A continuación, mostraremos en la Tabla 12 nuestra proyección de tiendas alquiladas.

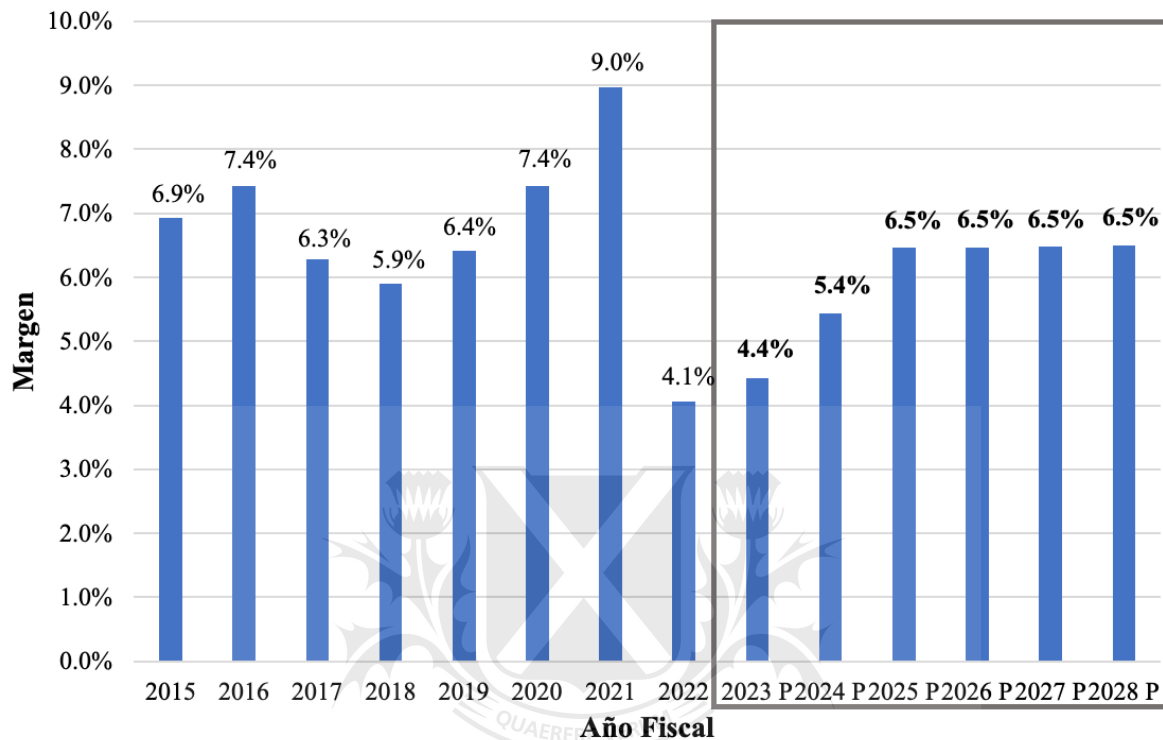
Tabla 12: Proyección de aperturas con *leasings* operativos.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tiendas en total	1,792	1,802	1,822	1,844	1,868	1,897	1,926	1,948	1,968	1,988	2,008	2,028	2,048	2,068
Propias	1,537	1,535	1,526	1,525	1,526	1,526	1,528	1,530	1,531	1,532	1,533	1,534	1,535	1,536
Propias en terreno en L.	152	160	160	158	157	157	156	157	157	157	157	157	157	157
En leasing	103	107	136	161	185	214	242	261	280	299	318	337	356	375
<i>Cambio en leasing</i>		4	29	25	24	29	28	19	19	19	19	19	19	19
% de nuevas tiendas		40%	145%	114%	100%	100%	97%	86%	95%	95%	95%	95%	95%	95%

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target y proyecciones propias

Según estas cantidades de aperturas y el costo que calculamos, estimamos el costo anual de estos contratos y se los sumamos al EBIT para conseguir el EBITR. A continuación, veremos en un gráfico el resultado de los márgenes de este último resultado.

Gráfico 31: Proyección de márgenes EBITR.



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target y proyecciones propias

4.5. Flujo de caja de la firma

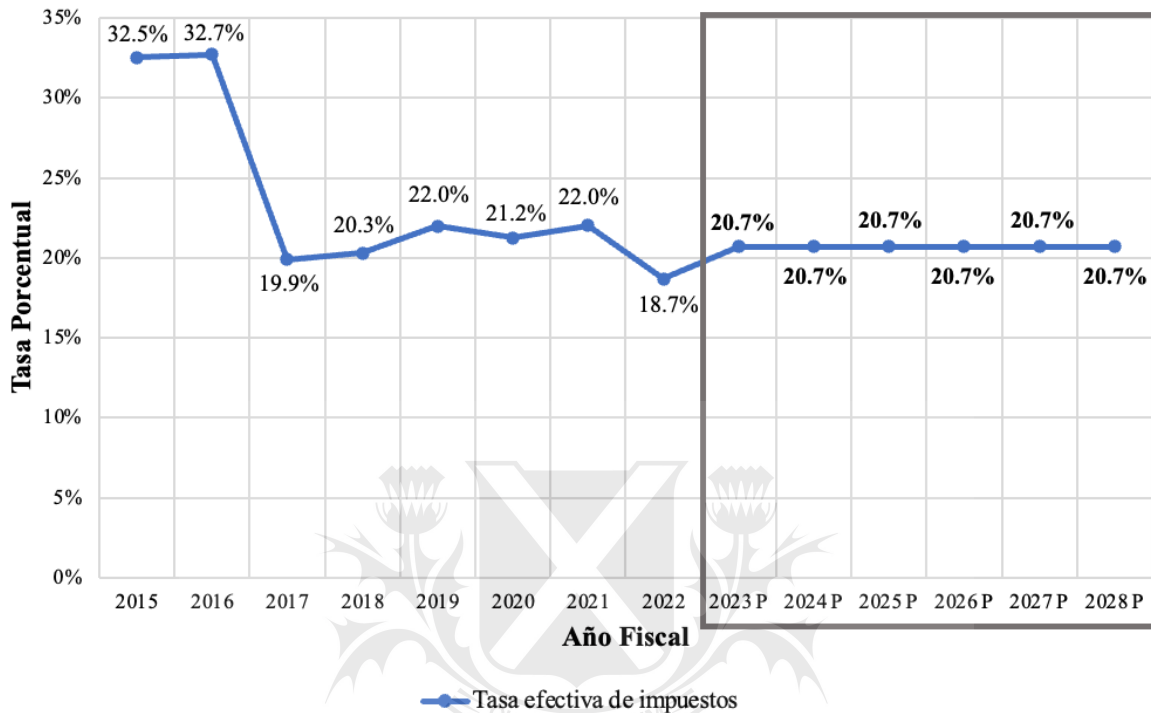
El cálculo de los flujos, dijimos, lo iniciaremos con la suma del EBITR después de impuestos y las depreciaciones y amortizaciones. A ese cálculo le quitaremos la inversión en capital fijo (CapEx) y la variación en el capital de trabajo. Por lo tanto, mostraremos ahora, en el siguiente orden, el cálculo de la tasa efectiva de impuestos, el CapEx, las depreciaciones y amortizaciones, y el capital de trabajo que utilizaremos.

Tasa efectiva de impuestos

Target se benefició de una reducción de impuestos en 2017, cuando su tasa cayó de 32% a 20%, aproximadamente. La tasa de impuestos suele tener fluctuación, aunque mínima, porque durante la actividad del negocio surgen ingresos deducibles, créditos fiscales, entre otras cosas que escapan de las proyecciones razonables; por ese motivo, calculamos el promedio de las tasas de impuestos desde el año fiscal 2017 hasta el 2022.

Estas tasas salen del cálculo de los impuestos que reportó la empresa sobre el EBT; estas concuerdan con las que publicó la empresa. A continuación, mostraremos la evolución de la tasa efectiva de impuestos de la empresa y nuestra proyección, que es la que utilizaremos.

Gráfico 32: Proyección de la tasa de impuestos.

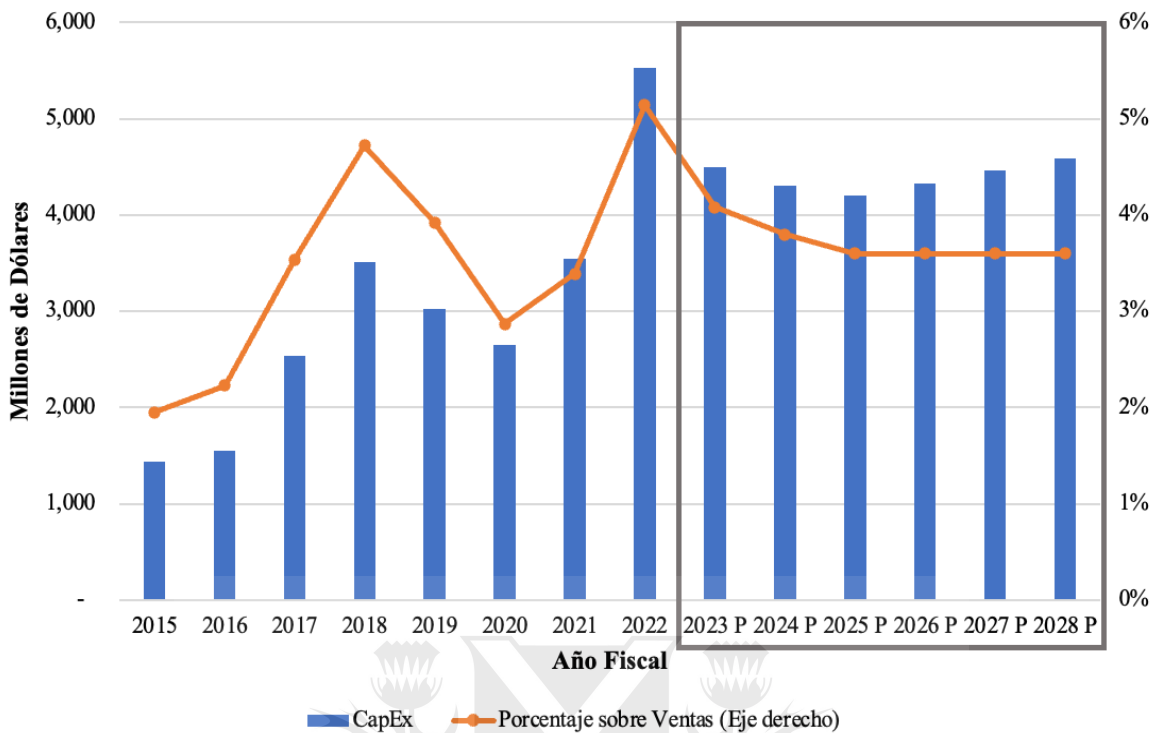


Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target y proyecciones propias

Inversión en capital fijo (CapEx)

Proyectamos esta inversión utilizando como referencia el porcentaje de ventas al que equivalieron en años de inversión similares, es decir, en años en los que la empresa creció en una cantidad y tipos de tiendas similares a la que proyectamos, y cantidades de remodelaciones de tiendas en relación con los proyectos en curso. Consideramos tanto el estado actual como las proyecciones macroeconómicas y del sector. A continuación, mostraremos en el Gráfico 33 lo que estamos comentando.

Gráfico 33: Proyección del CapEx.



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target y proyecciones propias

El porcentaje proyectado de CapEx sobre ventas cae porque tuvimos en consideración la baja de la inflación en los próximos años y la recuperación del ritmo de crecimiento de las ventas de la empresa hasta alcanzar el 3.5%, tasa que tiende a parecerse a la de años anteriores similares. El dato proyectado de 2023 lo publicó la empresa en su reporte anual.

Depreciaciones y amortizaciones

Para calcular las depreciaciones y amortizaciones, primero calculamos el *Gross Property, Plant and Equipment (GPPE)* de la empresa. Éste fue calculado con el dato del año anterior más el porcentaje CapEx que le destinamos. Este porcentaje de CapEx que se integra al *GPPE* lo calculamos basándonos en la relación de los porcentajes de años anteriores con la cantidad de tiendas abiertas, remodelaciones completas de tiendas y otras inversiones que reporta la empresa.

En 2017, la empresa lanzó un programa de remodelación completa de tiendas que ha completado, hasta el año 2022, más de mil remodelaciones, lo que sugiere que el programa está por terminar dada la cantidad de tiendas que ya tienen y las que han abierto recientemente. Además, desde 2021, tenían previsto ir reduciendo la cantidad de remodelaciones por año.

Por otro lado, desde 2021, la empresa vino abriendo tiendas *shop-in-shops* (tiendas de otras empresas dentro de sus tiendas) de *Ulta Beauty* como resultado de una asociación entre ellas. El último año, abrieron, aproximadamente, 250 de estos establecimientos en sus tiendas. Esta

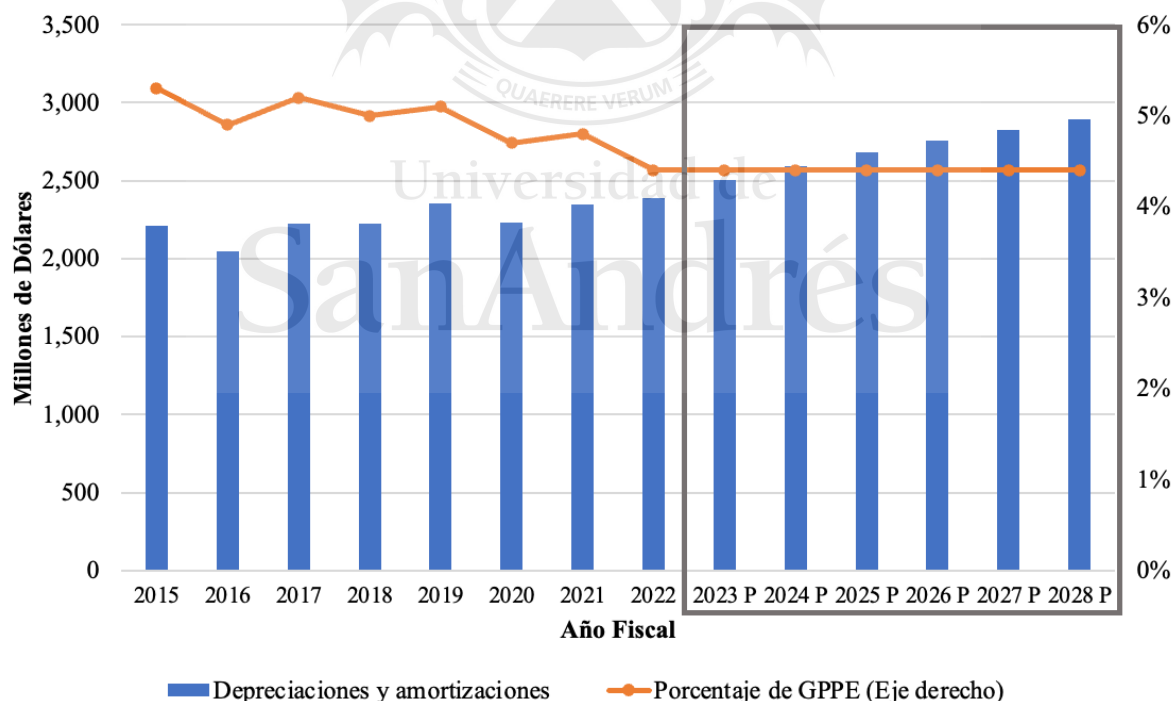
asociación, publicó Target en su anuncio en noviembre de 2020, tiene como objetivo lograr abrir centenares (no especifica cuántas) de tiendas.

Por estos proyectos, la proporción del CapEx que se integraba al *GPPE* estuvo en ascenso desde 2017, que fue de 34%, con grandes saltos en 2021 y 2022, año en el que terminó siendo de 87%. Por el avance que tiene el programa de remodelación de tiendas y la apertura de tiendas *shop-in-shops* de *Ulta Beauty*, nuestras proyecciones tienen una proporción de integración de CapEx a *GPPE* decreciente, que comienza en 60% y termina en 35% de 2027 en adelante.

La proporción que determinamos tiende a la que se ve desde 2016 hasta 2018 (39%, 34% y 37%, respectivamente), años en los que consideramos que tuvieron inversiones similares a las que pronosticamos.

Teniendo esto, calculamos el porcentaje al que equivalen las depreciaciones y amortizaciones sobre el *GPPE* y, al ver que eran levemente decrecientes, aplicamos el porcentaje del último año. Lo hicimos de esa manera porque consideramos que esa tasa es representativa dado que el *GPPE* crecerá a un menor ritmo según nuestras proyecciones. A continuación, mostraremos los datos históricos y nuestras proyecciones.

Gráfico 34: Proyección de amortizaciones y depreciaciones.



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target y proyecciones propias

Adicionalmente, la empresa trabaja con depreciaciones incluidas en el costo de ventas que, desde 2017, han sido equivalentes al 0.3% de las ventas, por lo tanto, asumimos que ese porcentaje quedará fijo a lo largo de nuestros años proyectados. Estas depreciaciones no son incluidas en sus estados de resultados como depreciaciones y amortizaciones, sino dentro de costo de ventas, por lo que es pertinente su cálculo por separado.

Capital de trabajo

El capital de trabajo lo calculamos proyectando el inventario, cuentas por cobrar, otros activos corrientes, cuentas por pagar y otros pasivos devengados (excluyendo lo que está relacionado con *leasings* operativos).

El inventario lo calculamos asumiendo 60 días, es decir, dos meses de inventario. Las cuentas por cobrar las calculamos con la mediana de los años anteriores porque varían poco, que dio 5 días de ventas. Los otros activos corrientes los calculamos con el porcentaje de ventas al que equivalen y, por su poca variabilidad, utilizamos su mediana, que resultó ser del 0.5%. Las cuentas por pagar las calculamos asumiendo 60 días, es decir, dos meses para pagar las cuentas. Finalmente, los otros pasivos devengados los calculamos como un porcentaje de las ventas al que equivalen, cuya mediana resultó del 5.5%, seguimos la misma lógica que con la cuenta de “otros activos corrientes”.

Para llegar al capital de trabajo, es decir, a la cantidad de dinero que la empresa debe invertir para operar, le restamos la suma de estos pasivos a la suma de estos activos.

Con el capital de trabajo podemos calcular su variación para calcular los flujos de la empresa. A continuación, mostraremos una tabla con los datos mencionados y los cálculos que usaremos.

Tabla 13: Proyección del capital de trabajo

Cifras en millones de dólares salvo que se especifique otra unidad									Proyecciones					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Activos														
Inventario	8,601	8,309	8,597	9,497	8,992	10,653	13,902	13,499	13,785	13,982	13,904	14,322	14,751	15,194
<i>Días de inventario</i>	60	61	61	64	59	58	67	59	60	60	60	60	60	60
Cuentas por cobrar	736	749	929	1,100	962	1,135	1,353	1,695	1,401	1,440	1,483	1,528	1,574	1,621
<i>Días de cuentas por cobrar</i>	4	4	5	5	4	4	5	6	5	5	5	5	5	5
Otros activos corrientes sin cuentas por cobrar	425	420	371	366	371	457	407	423	544	559	576	593	611	629
<i>% de Ventas</i>	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Pasivos														
Cuentas por pagar	7,418	7,252	8,677	9,761	9,920	12,859	15,478	13,487	13,785	13,982	13,904	14,322	14,751	15,194
<i>Días de cuentas por pagar</i>	51	53	61	66	65	70	74	59	60	60	60	60	60	60
Otros pasivos devengados Ajustado	4,236	3,737	4,094	4,201	4,406	6,122	6,098	5,883	6,038	6,207	6,393	6,585	6,782	6,986
<i>% de Ventas</i>	5.7%	5.4%	5.7%	5.6%	5.7%	6.6%	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Capital de trabajo	(1,762)	(1,380)	(2,726)	(2,833)	(3,801)	(6,525)	(5,660)	(3,457)	(4,093)	(4,208)	(4,334)	(4,464)	(4,598)	(4,736)
Variación en el capital de trabajo		382	(1,346)	(107)	(968)	(2,724)	865	2,203	(636)	(115)	(126)	(130)	(134)	(138)

Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target y proyecciones propias

4.6. Tasa de descuento

Como anticipamos, usaremos el método de costo de capital promedio ponderado (por sus siglas en inglés: WACC). Mostraremos la fórmula a continuación para poder comentarla con mayor libertad.

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

Donde:

- Ke: costo del capital propio
- Kd: costo de la deuda financiera
- E: valor de mercado diluido del capital propio
- D: valor en libros de la deuda financiera
- L: valor presente de los *leases* operativos
- t: tasa efectiva de impuestos

Entonces, vemos que este cálculo nos da el costo del capital ponderando la proporción de cada fuente de financiación y le quita al costo de la deuda el efecto positivo por el ahorro de impuestos al usarla. Mostraremos ahora cómo calculamos el costo del capital y el costo de la deuda (incluyendo aquí los *leases* operativos).

4.6.1. Costo del capital propio

El costo del capital propio (Ke) lo calculamos con el método de valoración de activos de capital (*Capital Asset Pricing Model*, por sus siglas en inglés: CAPM). Mostraremos la fórmula para referenciar sus componentes.

$$Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$$

Prima de riesgo del mercado

Donde:

- Rf: tasa libre de riesgo
- β : coeficiente beta de la regresión del mercado con la acción
- Rm: retorno del mercado

La tasa libre de riesgo es la tasa anual que, teóricamente, rinde un activo sin riesgo. Nosotros usaremos, como es convención, la tasa a vencimiento de los bonos del tesoro americano de diez años (al 2 de marzo de 2023). El coeficiente beta que usaremos salió de regresar las variaciones del índice S&P 500, como aproximación del retorno del mercado, con los retornos de la acción de Target para medir su sensibilidad a los movimientos del mercado. El retorno del mercado lo estimamos calculando el retorno promedio anual de los últimos 50 años del índice S&P 500 TR (*Total Return*) que considera la reinversión de los dividendos de las acciones que contiene. La prima de riesgo del mercado representa el retorno extra que se le

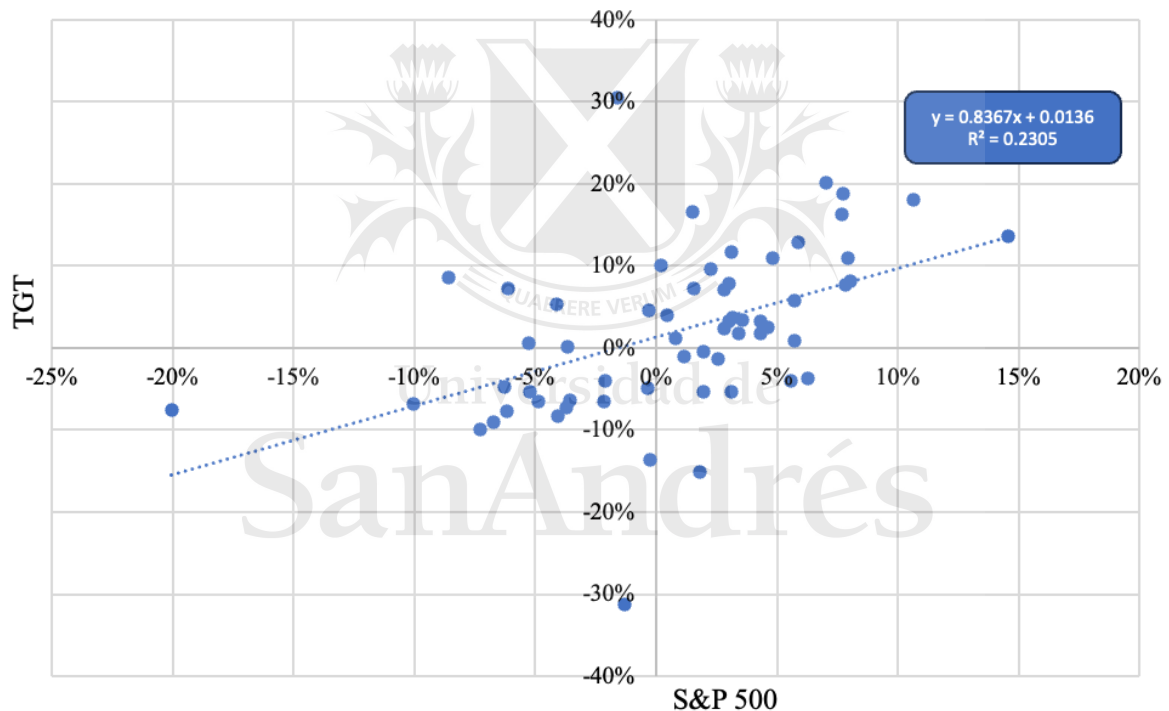
exige a una inversión que tiene el mismo riesgo que el mercado por encima del retorno libre de riesgo. Mostraremos, a continuación, el cálculo de cada componente y la tasa resultante.

Coefficiente beta

Como comentamos, este coeficiente busca medir la sensibilidad de las acciones de Target a los movimientos del mercado. Representa, entonces, el riesgo de mercado, o riesgo sistémico, que no es posible diversificar. Utilizamos el índice S&P 500 para capturar los retornos de un amplio espectro del mercado americano, al que pertenece la empresa porque genera todas sus ventas en ese país.

El cálculo de los retornos es mensual para un período de cinco años, desde marzo de 2018 hasta marzo de 2023. Mostraremos, ahora, el gráfico de la regresión.

Gráfico 35: Regresión del S&P 500 con TGT.



Fuente: Elaboración propia en base a los valores recopilados de *Yahoo Finance*

El coeficiente resultó de 0.84, lo que quiere decir que, a determinados movimientos del mercado, las acciones de la empresa varían en menor proporción. Esto es razonable para la ventana temporal elegida porque la empresa es grande y está consolidada en su mercado, su volatilidad comparativa es baja.

Prima de riesgo del mercado

Para el cálculo de la prima de riesgo del mercado, le restamos la tasa del bono del tesoro americano a diez años (a la fecha de la valuación) al retorno promedio del S&P 500 TR de los últimos 50 años.

Teniendo el beta, sabiendo la metodología del cálculo y sus componentes, en el siguiente cuadro mostraremos los datos y resultados.

Tabla 14: Cálculo del costo del capital propio con CAPM.

Costo del capital propio	11.3%
Tasa a vencimiento del bono del tesoro americano de 10 años	4.1%
Beta (03/2018 - 03/2023, frecuencia mensual)	0.84
Retorno promedio anual del mercado (1926 - 2023)	12.7%

Fuente: Elaboración propia en base a los valores recopilados de *Yahoo Finance* y *Bloomberg*

El costo del capital propio que utilizaremos, entonces, es de 11.3%, que resulta de aplicar el CAPM con los datos proporcionados.

4.6.2. Costo de la deuda

Costo de la deuda

Para determinar el costo de la deuda financiera de la empresa, tomamos el promedio de la *yield to maturity* (rendimiento al vencimiento) de dos de sus bonos *bullet* sin opciones, uno a 6 años y el otro a 10 años. Ambos bonos, uno con vencimiento en 2028 y el otro en 2032, rinden 5.1%, por lo tanto, usaremos esa tasa como tasa de costo de la deuda.

Tabla 15: Cálculo del costo de la deuda.

Costo de la deuda	5.1%
Bono bullet a 2028 - TGT 6.65 08/01/28	5.1%
Bono bullet a 2032 - TGT 6.35 11/01/31	5.1%

Fuente: Elaboración propia en base a los valores recopilados de *Bloomberg*

Costo de los *leases* operativos

La tasa de los *leases* operativos que utilizaremos será la misma que la tasa de la deuda. Como comentamos, no usaremos la tasa de estos *leases* que reporta la empresa porque éstos tienen opciones reales involucradas que alteran la tasa reportada como medida de costo.

Con todos los datos necesarios, hicimos el cálculo del costo del capital con el WACC, que presentaremos a continuación. Como veremos a continuación, la tasa nos salió del 10%.

Tabla 16: Cálculo del costo del capital con el WACC.

Tasa de descuento (WACC)	10.0%
Costo del capital propio	11.3%
Capital propio / capital total	82.3%
Costo de la deuda	5.1%
Deuda financiera / capital total	15.1%
Costo de los leases operativos	5.1%
Valor presente de los leases operativos / capital total	2.6%
Tasa efectiva de impuestos	20.7%

Fuente: Elaboración propia en base a los valores recopilados del reporte anual de Target del año fiscal 2022, *Yahoo Finance y Bloomberg*

4.7. Cálculo del valor terminal

Como utilizaremos el método de crecimiento perpetuo para determinar el valor de los flujos de los años no proyectados, debemos determinar una tasa de crecimiento perpetuo a la que estimamos que crecerá la empresa año a año.

La tasa que utilizamos fue 3.6%. La obtuvimos del crecimiento de la economía estadounidense a largo plazo que calcula el *US Congressional Budget Office* con un supuesto de inflación de 2%, acorde a nuestras proyecciones también.

El cálculo del valor terminal se hará con la siguiente fórmula.

$$Valor\ Terminal = \left(\frac{Flujo_6}{WACC - g} \right)$$

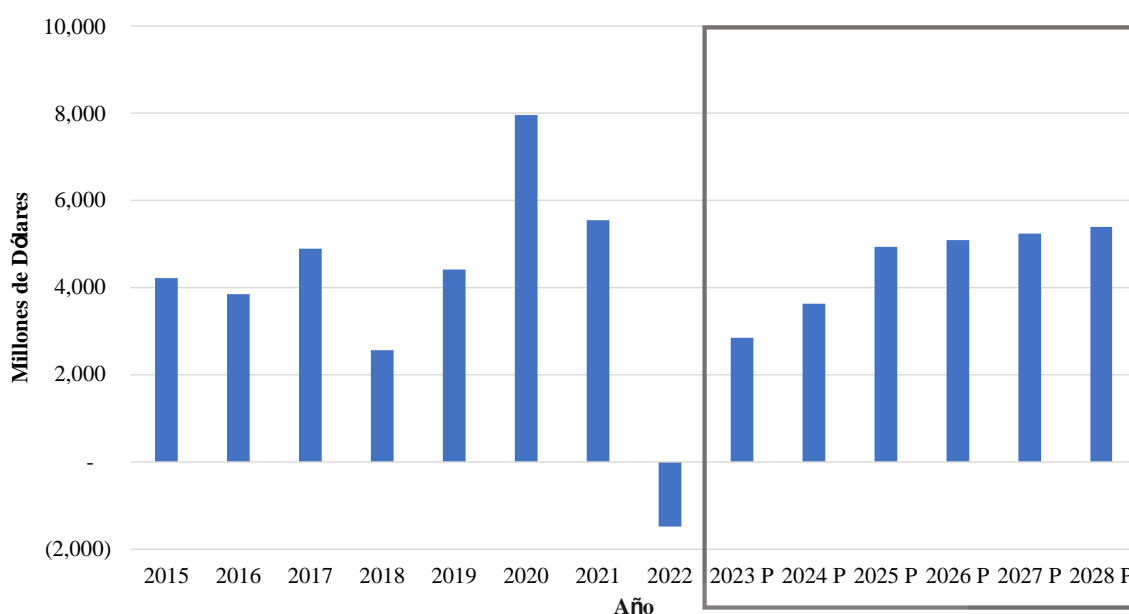
Donde:

- $Flujo_n$: último flujo proyectado, en nuestro caso será el del año 6, es decir, 2028.
- WACC: costo del capital calculado con el WACC.
- g : tasa de crecimiento a perpetuidad.

4.8. Resultado de la valuación con flujos de caja descontados

A continuación, mostraremos los flujos de caja libres resultantes.

Gráfico 36: Flujos de caja libres proyectados.



Fuente: Elaboración propia en base a los reportes anuales de Target y proyecciones propias

Con los seis flujos de caja calculados, descontamos los cinco primeros y descontamos el valor terminal (para el que se usó el sexto flujo) para obtener el valor de la empresa (*enterprise value*). A este valor le restamos la deuda neta (deuda financiera y valor presente de *leases* operativos menos caja) y obtuvimos el valor del capital propio. Dividimos este valor por la cantidad de acciones diluidas y obtuvimos el valor por acción de la empresa. A continuación, adjuntaremos un cuadro con los resultados obtenidos.

Tabla 17: Resultados de la valuación con flujos de caja descontados.

Cifras en millones, salvo los porcentajes y valor por acción
Fecha de la valuación 2 de marzo de 2023

Target Corporation	
Tasa de descuento	10.0%
Tasa de crecimiento a perpetuidad	3.6%
Valor de la firma (<i>enterprise value</i>)	68,479
Deuda neta	14,318
Valor del capital accionario	54,161
Valor por acción	117

Fuente: Elaboración propia

El valor por acción de la empresa nos da 117 dólares.

Análisis de sensibilidad

Ya que nuestro resultado involucra supuestos y proyecciones sobre variables clave sensibles, agregaremos dos escenarios extra alterando aquellas variables. Uno de los escenarios será pesimista y el otro, optimista.

Los cambios en las variables serán guiados, en el caso del escenario pesimista, por la ocurrencia de la recesión que se teme por el alza de tasas y por la dificultad enfrentada por la empresa en recuperar sus márgenes habituales. En este escenario consideramos una baja en el CapEx para que sea consistente con un escenario de deterioro económico. En el caso optimista, por el logro de una baja satisfactoria de la inflación sin detrimento del crecimiento regular de la economía estadounidense y una mejora rápida en las cadenas de suministro que ayude a Target a recuperar sus márgenes.

Las diferencias de cada uno con respecto al escenario base las especificaremos a continuación y recordaremos las características del escenario de referencia.

Escenario base:

- Las ventas crecen 2.5% en 2023, 2.8% en 2024 y recuperan su crecimiento de 3% a partir de 2025.
- La empresa tendrá un margen EBIT de 4% en 2023, 5% en 2024 y volverá a tener un margen EBIT de 6% desde 2025.

Escenario pesimista:

- Las ventas decrecen 2% en 2023, no crecen en 2024, se da una recuperación de 2% a partir de 2025 y un crecimiento de 2.5% en los años siguientes.
- El margen EBIT cae a 3% en 2023 y va subiendo medio punto porcentual hasta alcanzar el 5.5%, ligeramente inferior a los años anteriores analizados, en 2028, año utilizado para el valor terminal.
- La inversión en CapEx se reduce los tres primeros años proyectados a niveles estimados de mantenimiento del negocio únicamente y recién a partir del cuarto año empieza a crecer como proporción de las ventas hacia niveles habituales.

Escenario optimista:

- Las ventas crecen 2.8% en 2023, 3% en 2024 y alcanzan el 4% de crecimiento desde 2025, tasa de crecimiento cercana al límite superior del rango objetivo de la empresa.
- El margen EBIT sube a 5% en 2023, a 6% en 2024 y se ubica en 7% desde 2025, tasa que alcanzó o superó en tres de los ocho años pasados analizados.

Los resultados de la valuación según cada escenario son los siguientes.

Tabla 18: Resultados del análisis de sensibilidad de la valuación con flujos de caja descontados.

Cifras en millones, salvo los valores por acción

Fecha de la valuación 2 de marzo de 2023

Target Corporation	Escenario pesimista	Escenario base	Escenario optimista
Valor de la firma (<i>enterprise value</i>)	59,480	68,479	83,926
Valor del capital accionario	45,162	54,161	69,608
Valor por acción	97	117	150

Fuente: Elaboración propia

El rango de precios por acción de Target que nos resultó de los distintos escenarios es, por lo tanto, de 97 a 150 dólares por acción, siendo 117 el resultado del escenario base.

5. Valuación con múltiplos

A continuación, realizaremos la valuación con múltiplos de Target Corporation de manera complementaria a la valuación por flujos de fondos descontados para lograr estimar el valor del capital accionario al día 2 de marzo de 2023. La valuación con múltiplos de mercado es un método de valuación que consiste en llegar al valor de una empresa mediante los múltiplos de empresas comparables.

Primero, debemos seleccionar qué empresas son comparables con Target. Para ello, filtramos en base a las siguientes características: modelo de negocio, porcentaje de ventas en Estados Unidos y porcentaje de ventas originadas en tiendas. Las empresas seleccionadas son las mismas que fueron expuestas como competidoras previamente: Walmart, Costco, Dollar General, Dollar Tree, Inc. y BJ's.

Respecto a la elección del múltiplo utilizado en la valuación, al ver que las empresas seleccionadas como comparables no tienen similar estructura de capital, consideramos que la elección del múltiplo debe considerar el activo en su totalidad para tener implícita la estructura de capital dentro del múltiplo.

El múltiplo seleccionado para llevar a cabo la valuación es EV/EBITDAR, que relaciona el valor de la empresa con el resultado antes de intereses, impuestos, depreciaciones, amortizaciones y rentas (costo de *leasings* operativos). Es una métrica relevante para la industria porque abarca tanto las diferentes estructuras de capital como las diferentes proporciones entre tiendas propias y tiendas en *leasing*. Entonces, al utilizar el EBITDAR, consideramos estos efectos y nos centramos en la rentabilidad subyacente de la empresa.

5.1. Comparación con pares

Tabla 19: Múltiplos de empresas comparables.

	Ratios y márgenes de rentabilidad			Solvencia y cobertura		Apalancamiento	Crecimiento de ventas	EV/EBITDAR
	ROE	ROA	Márgen EBITDAR	Solvencia Financiera (Deuda F./EBITDAR)	Cobertura de intereses (EBITDAR/Intereses)	F. de apalancamiento (Deuda F./Capital T.)	(CAGR 2015-2022)	
Walmart	12.7%	8.7%	5.3%	1.70	17.2	12%	3.4%	10.6
Costco	29.4%	13.3%	4.5%	0.90	22.8	4%	10.4%	20.9
Dollar General	38.6%	18.8%	15.0%	2.90	3.1	24%	9.3%	5.8
Dollar Tree Inc.	20.9%	17.9%	16.4%	2.20	2.6	24%	9.0%	5.0
BJ's	79.2%	19.3%	6.7%	2.40	3.2	23%	6.5%	5.5
Máximo	79.2%	19.3%	16.4%	2.9	22.8	24%	10.4%	20.9
Mínimo	12.7%	8.7%	4.5%	0.9	2.6	4%	3.4%	5.0
Media	36.2%	15.6%	9.6%	2.0	9.8	17%	7.7%	9.5
Mediana	29.4%	17.9%	6.7%	2.2	3.2	23%	9.0%	5.8
Target	21.7%	8.1%	6.6%	2.3	7.5	18%	5.5%	

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales y trimestrales de las empresas

Respecto al margen EBITDAR de 6.6%, Target se encuentra cerca de la mediana de las empresas comparables, por encima de Walmart y Costco y significativamente debajo de Dollar General y Dollar Tree Inc., que, al ser empresas más chicas y tener mayor apalancamiento tienen un margen mayor. Luego, en cuanto al retorno sobre los activos (ROA), se observa que Target es la que tiene el peor desempeño, principalmente porque al ser la que mayor proporción tiene de tiendas propias su activo es mayor.

El crecimiento en las ventas compuesto de Target con respecto a sus competidores fue de los menores en el período desde 2015 a 2022, de 5.5%, dejando únicamente a Walmart por debajo. De esta forma, Target queda debajo del promedio en esta categoría que es encabezada por Costco con 10.4%.

Al analizar la estructura de capital y la salud financiera de Target, debemos tener en cuenta que los números son representativos de una empresa que, dentro de sus comparables, es la que mayor porcentaje de tiendas propias tiene, siendo éste de 87%. Target tiene una ratio de apalancamiento de 18% que supera únicamente a Walmart (12%) y Costco (4%). Luego, las empresas más chicas tienen ratios de apalancamiento mayores, de entre 23% y 24%. Esto provoca, en parte, una mayor solvencia financiera en comparación con Walmart y Costco, y similar a la de BJ's, Dollar Tree Inc y Dollar General. En el caso de la cobertura sobre intereses ocurre algo similar, Target se encuentra por encima de las comparables más chicas y por debajo de los competidores más grandes.

5.2. Valuación con múltiplo EV/EBITDAR

Para la valuación mediante el múltiplo EV/EBITDAR, utilizamos, para el punto medio, un nivel cercano, pero inferior, al de Walmart (9x). Consideramos que para Target es un buen punto de referencia ya que es la empresa más similar si tomamos en cuenta la proporción de tiendas propias, las características de éstas y su rendimiento financiero, pero Walmart tiene mejores números relacionados con la deuda.

Para el límite superior, consideramos un número más cercano aún al de Walmart, de 10x, porque a pesar de la salud financiera de Walmart, Target tiene un mayor margen de EBITDAR y crecimiento en las ventas.

Luego, para el límite inferior, consideramos un múltiplo de 8x. El número es lejano a las empresas más sólidas y se encuentra aún lejos de los múltiplos de BJ's, Dollar Tree Inc, y Dollar General. Estas empresas se encuentran más apalancadas, tienen menor cobertura sobre intereses y elevada solvencia financiera, por ende, consideramos que el múltiplo no debe ser cercano.

A continuación, mostraremos en la Tabla 20 los resultados de la valuación con los múltiplos seleccionados.

Tabla 20: Valuación de Target con múltiplo EV/EBITDAR.

Cifras en millones, salvo los múltiplos y precios por acción

Fecha de la valuación 2 de marzo de 2023

Target	EV/EBITDAR		
	Límite inferior	Punto medio	Límite superior
Múltiplo EBITDAR	8x 7,530	9x 7,530	10x 7,530
Valor de la firma	60,240	67,770	75,300
Deuda financiera	16,547	16,547	16,547
Caja y equivalentes	2,229	2,229	2,229
Acciones diluidas	465	465	465
Precio por acción	99	115	131

Fuente: Elaboración propia en base al reporte anual de Target del año fiscal 2022

En conclusión, el valor por acción de Target, utilizando el múltiplo EV/EBITDAR de comparables, es de 115 dólares por acción. Con respecto a los límites inferior y superior, obtuvimos valores de 99 y 131 dólares, respectivamente.

Análisis de sensibilidad

Para finalizar la valuación por múltiplos, mostraremos una tabla con la sensibilidad del precio de la acción. En él variaremos el múltiplo utilizado en las columnas y el EBITDAR de la empresa en las filas para poder tener referencias del precio de la acción según distintos escenarios y supuestos.

Tabla 21: Análisis de sensibilidad del precio de la acción de Target en base a múltiplo de EV/EBITDAR.

		EV/EBITDAR						
		7.5	8	8.5	9	9.5	10	10.5
E B I T D A R	6,000	66	72	79	85	92	98	105
	6,500	74	81	88	95	102	109	116
	7,000	82	90	97	105	112	120	127
	7,530	91	99	107	115	123	131	139
	8,000	98	107	116	124	133	141	150
	8,500	106	116	125	134	143	152	161
	9,000	114	124	134	143	153	163	173

Fuente: Elaboración propia en base al reporte anual de Target del año fiscal 2022

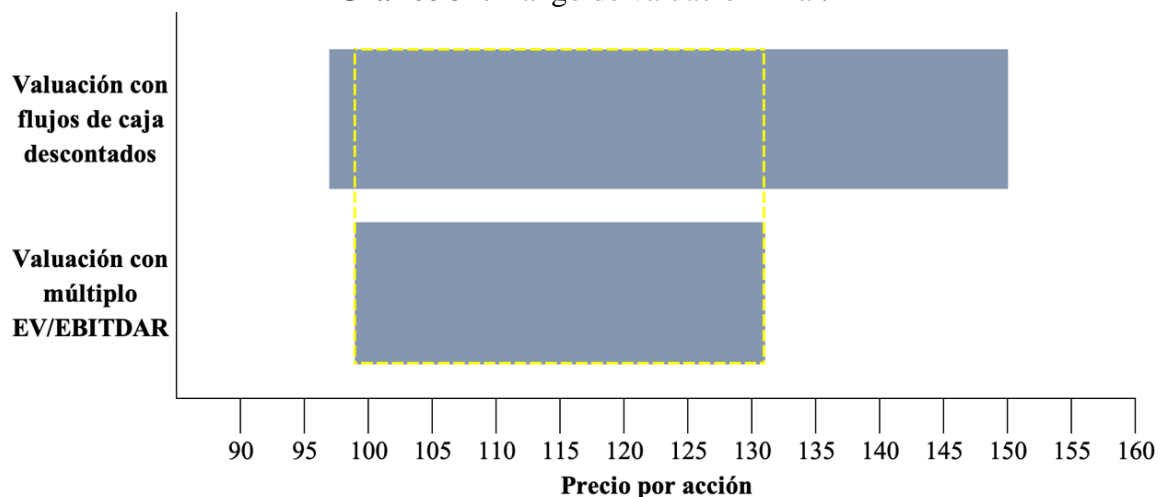
6. Conclusión

Target Corporation es una empresa con un posicionamiento y tamaño importantes en el sector de *General Merchandise*. Las particularidades de su modelo de negocio, como la distribución de ventas por producto y su manejo de inventario, la hicieron vulnerable durante el año 2022. Fue un año complicado para la empresa por los cambios en la demanda después de la etapa de restricciones por la pandemia y por los problemas en la cadena de suministros.

La directiva se mantiene optimista con respecto al futuro de la empresa y su recuperación. Los datos proyectados por las diversas empresas e instituciones aquí mostrados sugieren que hay fundamentos para tener el optimismo que muestran los representantes de Target.

El rango final de valuación por acción lo determinamos como la intersección entre los rangos resultantes de ambos métodos utilizados, a saber, de 99 a 131 dólares. A continuación, mostraremos los rangos en el Gráfico 37. El marco amarillo demarca la intersección referida.

Gráfico 37: Rango de valuación final.



Fuente: Elaboración propia

En este trabajo intentamos, a pesar del optimismo mencionado por la directiva de la empresa, ser lo más analíticos, prudentes y conservadores que pudimos para mantener nuestras proyecciones dentro de rangos que consideramos razonables. Tal vez por ello nuestro rango de valuación quedó enteramente por debajo del precio de la acción.



Universidad de
San Andrés

7. Bibliografía

Libros

- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2017). *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
- Fowler Newton, E. (2011). *Cuestiones Contables Fundamentales*. Buenos Aires: La Ley.
- Langdana, F. K. (2016). *Macroeconomic Policy*. Newark, NJ: Springer International Publishing Switzerland.
- López Dumrauf, G. (2004). *Cálculo Financiero Aplicado*. Buenos Aires: La Ley.
- Marín, J. M., & Rubio, G. (2001). *Economía Financiera*. Barcelona: Antoni Bosch, editor.
- Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2020). *Investment Banking*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
- Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E., & McLeavey, D. W. (2007). *Equity Asset Valuation*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Reportes

Reportes de BJ's:

- Formularios 10-K de los años 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022.

Reportes de Costco:

- Formularios 10-K de los años 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022.
- Formulario 8-K del año 2023.
- Reportes Q1, Q2, Q3 y Q4 del año 2022.

Reportes de Dollar General:

- Formularios 10-K de los años 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022.

Reportes de Dollar Tree, Inc.:

- Formularios 10-K de los años 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022.

Reportes de Target Corporation:

- Earnings Press Release Q1, Q2, Q3 y Q4 del año 2022.
- Formularios 10-K de los años 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022.

Reportes de Walmart Inc.:

- Formularios 10-K de los años 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022.

Sitios web

- Base de datos: Proyecciones de demografía.
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>
- Base de datos: Proyecciones del PBI de Estados Unidos.
<https://www.cbo.gov/>
- Base de datos: Proyecciones de ventas minoristas.
<https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/443495/total-us-retail-sales/>
- Base de datos: Top 100 minoristas en 2022.
<https://nrf.com/resources/top-retailers/top-100-retailers/top-100-retailers-2022-list>
- Base de datos: Valores del S&P500.
<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-500/#overview>
- Base de datos: Ventas minoristas.
https://www.census.gov/retail/mrts/historic_releases.html
- Gráfico de retorno total S&P500.
<https://www.slickcharts.com/sp500/returns>
- Historia de la tasa de fondos federales.
<https://www.forbes.com/advisor/investing/fed-funds-rate-history/>
- Línea del tiempo histórica de Target Corporation.
<https://corporate.target.com/about/purpose-history/history-timeline?era=3>
- Yahoo Finance, datos históricos
<https://finance.yahoo.com/>