



Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación

“Valuación de la empresa The Kroger Company”

Autor: Juliana Rodriguez Jardí

DNI/Pas: D235536

Director de Trabajo Final: Ignacio Warnes

Buenos Aires, 24 de octubre 2023

Índice

Resumen ejecutivo	4
1. Descripción de la compañía	6
1.1 La compañía	6
1.2 Estructura Corporativa	9
1.3 Estrategia Corporativa.....	11
1.4 Análisis cotización acción	13
2. La industria	15
2.1 Condiciones macroeconómicas	16
2.2 Desafíos de la industria	17
2.3 Posición competitiva	20
3. Análisis FODA de The Kroger Company.....	21
3.1 Fortalezas	21
3.2 Debilidades.....	21
3.3 Oportunidades	22
3.4 Amenazas	23
4. Análisis Financiero de The Kroger Company	24
4.1 Análisis de las Ventas	24
4.1.1 Evolución de las ventas en los mismos locales (Same Store Sales)	27
4.1.2 Evolución de los locales de The Kroger Company	28
4.1.3 Evolución de las ventas por pie cuadrado y ventas por local	29
4.2 Análisis del Estado de Resultados.....	31
4.2.1 Análisis porcentual del Estado de resultados.....	31
4.3 Análisis del Estado de Situación Patrimonial	34
4.3.1 Capital de trabajo	36
4.3.2 Estructura de capital.....	37
4.4 Inversiones de capital.....	39
4.5 Análisis de Ratios Financieros.....	41
4.5.1 Ratios de rentabilidad.....	41
4.5.2 Ratios de liquidez.....	44
4.5.3 Ratios de solvencia	44
4.5.4 Comparación con la competencia.....	45
5. Valuación de The Kroger Company por Flujos de Fondos Descontados.....	47

5.1 Marco Teórico de una valuación por Flujo de Fondos Descontados	47
5.2 Cálculo de la Tasa de descuento (WACC)	50
5.2.1 Tasa libre de riesgo	50
5.2.2 Beta o riesgo sistémico	51
5.2.3 Prima de Riesgo	51
5.2.4 Costo del capital propio	52
5.2.5 Costo de deuda	52
5.2.6 Tasa Impositiva	53
5.2.7 Composición de deuda	53
5.2.8 Composición del capital	54
5.2.9 Cálculo del costo promedio ponderado de capital (WACC)	54
5.3 Proyecciones	55
5.3.1 Proyecciones de ventas	55
5.3.2 Margen Operativo	57
5.3.3 Inversiones de capital (CAPEX).....	58
5.3.4 Amortizaciones y depreciaciones	59
5.3.5 Capital de trabajo	60
5.3.6 Tasa de crecimiento de Kroger Company	60
5.4 Armado del Flujo de Fondos.....	61
5.4.1 Escenario Base	61
5.4.2 Escenario optimista	64
5.4.3 Escenario Desfavorable.....	66
6. Valuación de The Kroger Company por Múltiplos Comparables	68
6.1 Análisis de la empresa objetivo	68
6.2 Selección de empresas comparables	69
6.3 Selección de los múltiplos a utilizar	69
6.4 Aplicación de los múltiplos	70
7. Conclusión	71
Referencias bibliográficas	73
Tablas y anexos	76

Resumen ejecutivo

El presente trabajo tiene como objetivo valorar la empresa The Kroger Company al 28 de enero de 2023, fecha en la que la compañía cerró sus últimos estados financieros anuales.

La empresa seleccionada es una compañía dedicada a la venta minorista de alimentos y productos para el hogar que ofrece diversos servicios, incluyendo supermercados, farmacias, servicios financieros y estaciones de combustible. Es una de las principales empresas del mercado minorista en Estados Unidos, tanto en ingresos como en participación de mercado y número de locales. Su negocio está ampliamente distribuido en gran parte del territorio estadounidense, con locales en treinta y cinco estados.

El grupo opera a través de sus subsidiarias en más de dos mil locales donde también comercializa productos de sus propias marcas. Estos son producidos en su mayoría por la empresa en sus treinta y tres plantas de producción ubicadas en Estados Unidos.

Inicialmente, en la primera etapa de este trabajo, se analizará la empresa y su historia, el modelo de negocio que lleva adelante, sus estrategias y su estructura corporativa. Considerando todo esto se detalla a su vez la industria en la cual opera, sus principales desafíos y el rol que The Kroger Company ocupa dentro de esta.

A continuación, se llevará a cabo un análisis exhaustivo de los estados financieros de la compañía, de sus antecedentes y expectativas futuras, de los indicadores clave del sector, y de las variables macroeconómicas que podrían influir en su rendimiento. Se analizarán los principales aspectos financieros de la compañía, la evolución de sus ventas, costos y márgenes, así como un detalle de los principales rubros del estado de situación patrimonial. Se incluirá asimismo un análisis de los principales ratios financieros de Kroger, y se comparará estos con los presentados por sus principales competidores en el mercado.

Finalmente se estimará el valor del capital accionario de la empresa mediante dos metodologías: el método de flujos de fondos descontados y el método de valuación por múltiplos comparables.

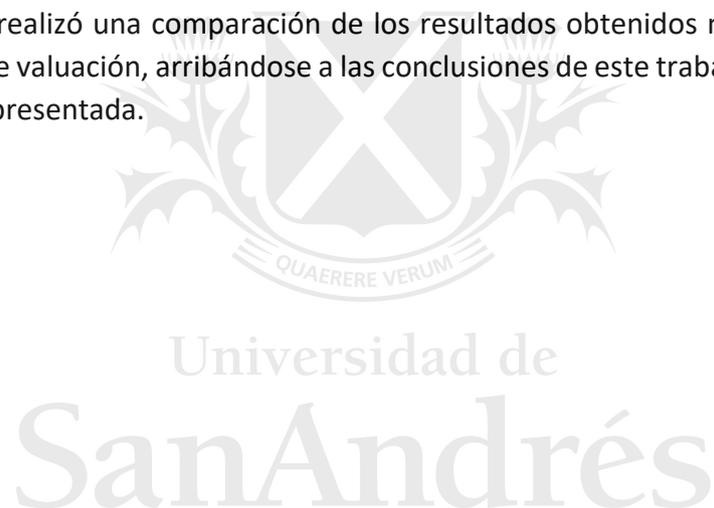
El método de flujos de fondos descontados analiza el valor específico de la compañía bajo estudio, mientras que la valuación por múltiplos comparables realiza una valuación relativa a partir de los valores de empresas comparables.

En la valuación a través del método de flujo de fondos descontados, en primera instancia se estimó la tasa de descuento a utilizar. Calculando el valor del costo de capital propio de la empresa, se estimó un beta, que resultó en 0,48, una prima de mercado de 5,4% y una tasa libre de riesgo de 3,6%, lo que llevó a una tasa de costo de capital propio de 6,1%. Luego, considerando una tasa impositiva del 21%, un costo de deuda del 5,6% y los valores correspondientes de mercado de la deuda y del capital propio, así como la tasa de costo de capital propio previamente descripta, se llegó a un costo promedio ponderado del capital de Kroger de 5,5%.

En una segunda etapa del trabajo, se proyectaron los flujos de fondos libres para los próximos 5 años y se estimó un valor terminal con una tasa de crecimiento de 2,5%, que considera la inflación esperada en los Estados Unidos a largo plazo (2%) y el crecimiento vegetativo de la población de los Estados Unidos (0,5%). Mediante este método se obtuvo un valor del capital accionario de la empresa de USD 109,9 por acción. Se realizó a su vez un análisis de sensibilidad, considerando cambios en las principales variables del modelo, como ventas, márgenes operativos e inversiones de capital, resultando en un rango de precio de la acción de Kroger al momento de la valuación entre USD 101,5 y USD 114,3.

En la valuación mediante el método de múltiplos comparables, se decidió utilizar el múltiplo EV/EBITDA para valorar la empresa en comparación con sus competidores en el mercado. Fueron incluidas en el análisis las empresas Walmart, Target, Albertsons, Sprouts Farmers Market, Inc y Ahold Delhaize. Según el método de valuación por múltiplos, para el ratio EV/EBITDA se obtuvo un rango para el precio de la acción de Kroger de USD 40,5 a USD 61,4.

Finalmente, se realizó una comparación de los resultados obtenidos mediante las dos metodologías de valuación, arribándose a las conclusiones de este trabajo en función de la información presentada.



1. Descripción de la compañía

1.1 La compañía

The Kroger Company es una de las compañías de ventas minoristas más grandes de Estados Unidos. Se fundó en 1883, por Barney Kroger en Cincinnati, Estados Unidos. El comercio minorista de alimentos es su enfoque principal, pero cuenta también con otros emprendimientos como farmacias y estaciones de combustible.

La empresa se encuentra diversificada tanto a nivel de marcas, categorías de productos, canales de distribución y sectores demográficos. Sus comercios minoristas de alimentos están presentes en 35 de los 50 estados de Estados Unidos. En el cuadro 1 se pueden ver todas las marcas asociadas al grupo.

Cuadro 1: Marcas asociadas a The Kroger Company



Fuente: FactBook 2023 publicado por The Kroger Company

Estas marcas cuentan con distintos públicos objetivo. The Kroger Company cuenta con comercios tradicionales como Fred Meyer y Harris Teeter, así como otras cadenas con precios más económicos, como Food4Less. También cuenta con marcas dedicadas totalmente a ventas digitales como Home Chef o Vitacost. Así como con farmacias como Kroger Specialty Pharmacy, localizadas dentro de los varios supermercados. Joyerías como Fred Meyer Jewelers y Littman Jewelers. También cuentan con estaciones de combustible bajo el nombre Kroger.

Con respecto a los supermercados, aproximadamente el 50% de estos son operados en propiedades de la empresa, incluyendo algunos edificios que son propiedad de la

compañía pero que fueron construidos en terrenos alquilados. Los supermercados generalmente operan bajo alguno de los siguientes formatos:

Supermercados Multirubro: están dedicadas a la venta de alimentos y de artículos de limpieza e higiene. Estos comercios atraen un público que se encuentra dentro de un radio de tres a cuatro kilómetros. Tienen departamentos especializados; que incluyen entre otros: alimentos naturales y alimentos orgánicos, farmacias, mercancía general, productos para mascotas y productos perecederos.

Supermercados Multidepartamentales: Estos comercios son de mayor tamaño que los supermercados multirubro. Además de los departamentos que se ofrecen en un supermercado multirubro, éstos también ofrecen una amplia gama de artículos, tales como prendas de vestir, productos y muebles para el hogar, electrónica, productos para automóviles, productos de jardinería, de juguetería y joyería de alta gama.

Supermercados: Estos comercios son una alternativa de menor tamaño que los supermercados multidepartamentales. Éstos incluyen todos los servicios relacionados con la venta de alimentos y comidas, así como farmacias, sectores de salud y belleza, así como un área de mercadería general que incluye prendas de vestir, artículos para el hogar, electrónicos, juguetes y productos de jardinería.

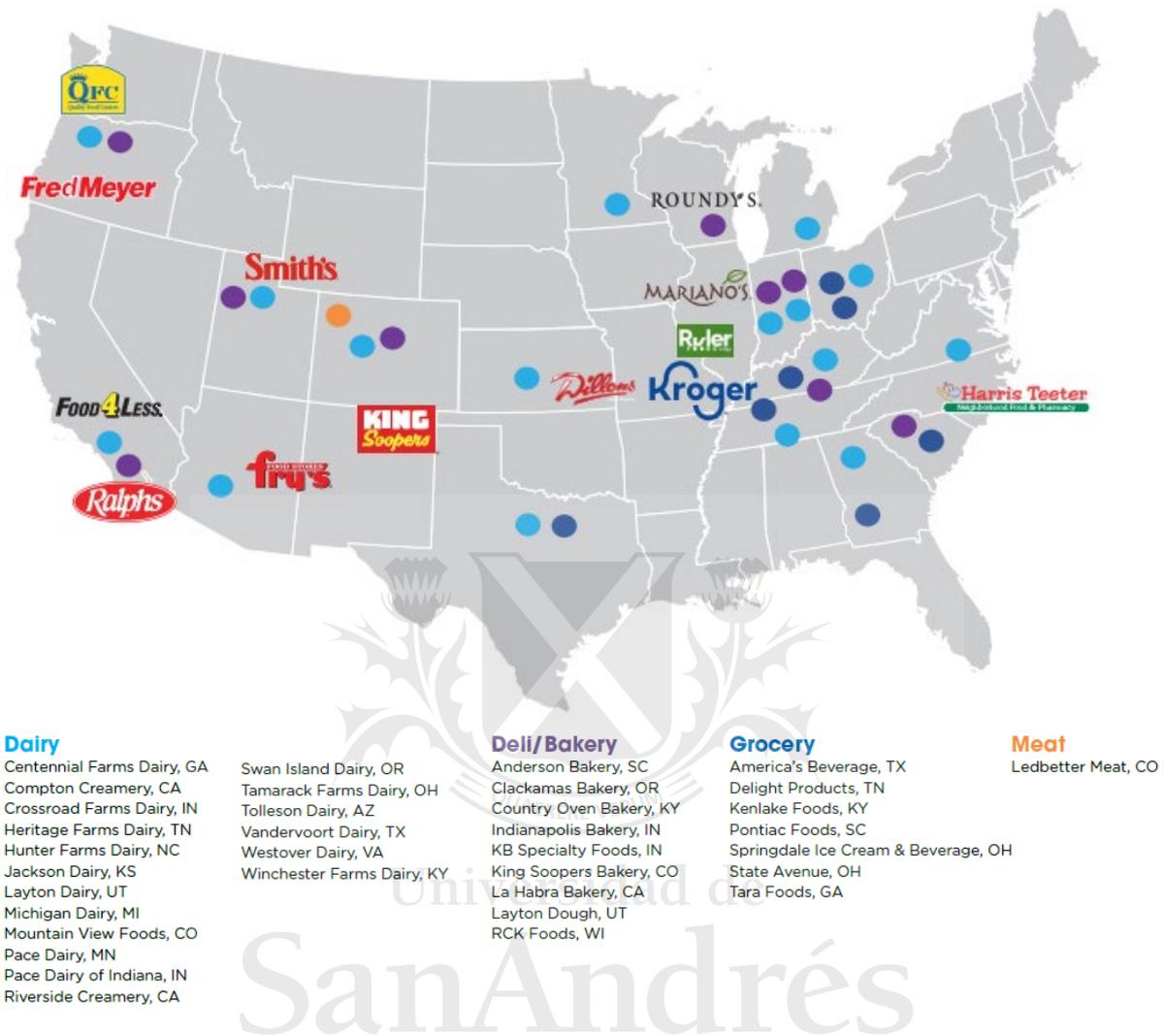
Supermercados con una Estrategia de Bajos Precios: operan siguiendo una estrategia de bajo costo, cuentan con precios competitivos todos los días y promociones adicionales para una amplia selección de artículos comestibles, salud y/o belleza. El tamaño promedio es similar al de un supermercado multirubro.

No solo cuentan con supermercados, sino que, como se mencionó, en estas venden productos fabricados por The Kroger Company. Tienen distintas gamas de marcas que ofrecen distintas experiencias para los clientes.

De acuerdo con el informe anual publicado por la compañía en 2023, 30 mil millones de dólares de ventas en 2022 estuvieron relacionadas a las marcas propias de la compañía. La misma posee 33 plantas de producción de alimentos, principalmente produciendo productos de panadería y productos lácteos. Estas plantas producen el 30% de los productos comercializados bajo las marcas de la empresa. El resto de los productos que comercializan son producidos por terceros, pero siguiendo estrictas especificaciones por parte de la compañía.

En el cuadro 2 se observa un mapa en el cual se muestra como están distribuidos estos centros de producción en Estados Unidos.

Cuadro 2: Localización de los centros de producción en Estados Unidos



Fuente: FactBook 2023 publicado por The Kroger Company

La compañía además recopila toda la información proveniente de las ventas en las tiendas de comestibles sobre sus clientes, y procesa los datos de forma de poder utilizarlos tanto para mejorar la experiencia de los clientes, así como para generar oportunidades de negocio que logren aumentar los márgenes de la compañía. Basados en esta información logran impulsar el crecimiento de flujo de ganancias alternativos, los cuales dependen del segmento central de los supermercados para lograr un crecimiento sostenible a largo plazo y una rentabilidad positiva.

Los segmentos incluidos dentro de los flujos de ganancias alternativos son los siguientes (The Kroger Company, 2022).

Administración de finanzas personales: le da a la compañía una ventaja competitiva única al ofrecer soluciones de administración de las finanzas de sus clientes por medio de sistemas de recompensas.

Programa de Beneficios: ofrecen grandes beneficios y regalos a los titulares de las tarjetas Mastercard emitidas por la empresa, tales como, descuentos adicionales en combustibles, reembolso en cada compra, entre otros.

Tarjetas de regalo: ofrece una amplia variedad de tarjetas de regalo para cada ocasión las cuales pueden ser adquiridas de diversas formas por los clientes.

Servicios financieros: Con múltiples socios como Western Union ubicados dentro de los locales, brinda a los clientes una variedad de opciones de administración de finanzas a precios competitivos, incluyendo, cobro de cheques y tarjetas de débito, órdenes de pago, transferencias de dinero, pago de facturas sin cita previa, tarjetas de débito prepago entre otros.

Venta de telefonía móvil: Ofrecen una variedad de productos de las principales empresas de telecomunicación, ya sea tarjetas prepago, chips, como equipos nuevos. Buscan facilitarles a los clientes el acceso en forma de un teléfono y un plan que se ajuste a sus necesidades.

Marketing: Es un servicio de marketing para el sector minorista diseñado para hacer que la publicidad digital sea más eficiente para las marcas. Basado en las estrategias de fidelización de Kroger, buscan conectar a los clientes con marcas del grupo a través de momentos de interacción que inspiran la compra en línea o en los locales. Busca colaborar con sus clientes para que sus estrategias de marketing y sus mensajes lleguen al público objetivo.

1.2 Estructura Corporativa

Según los datos extraídos del Factbook 2021 publicado por The Kroger Company en 2022, la estructura operativa de la compañía se distribuye de forma equilibrada entre la oficina corporativa central en Cincinnati, Ohio, y sus 22 divisiones operativas. Esta estructura permite mantener las decisiones respecto a la comercialización de productos más cerca del cliente, mientras logra sinergias en las operaciones de back office para maximizar la eficiencia operativa y minimizar los costos de operación.

En áreas que afectan directamente al cliente, la estructura descentralizada de Kroger permite a las divisiones operativas tomar decisiones respecto a la operación diaria. Esto permite a los gerentes de división poder responder rápidamente a los cambios de la competencia y a las preferencias de los clientes dentro de cada mercado local.

Para los procesos administrativos que ofrecen economías de escala o son invisibles para el cliente (tales como adquisiciones, contabilidad, tesorería, operaciones, etc.), esas funciones están centralizadas (dado el tamaño de la organización), de forma de asegurar

que con cada una de las decisiones se esté creando valor para los clientes y mejores retornos para los accionistas. En la tabla 1 se detallan las 22 divisiones operativas y el alcance que tiene cada una a nivel cantidad de locales de venta que gestionan.

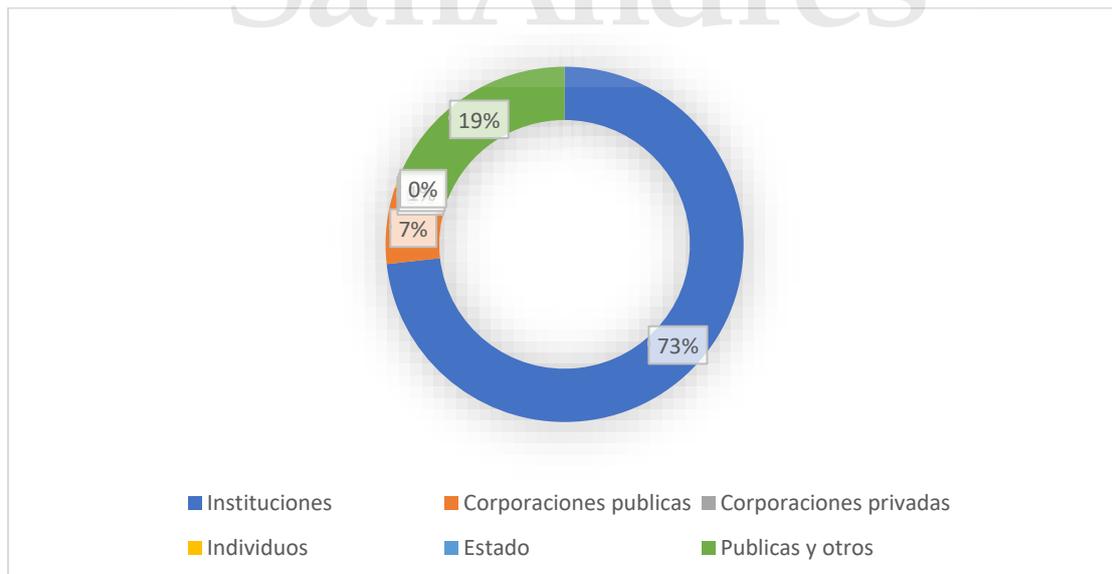
Tabla 1: Divisiones operativas de The Kroger Company

Division	Casa Central	Cantidad de Tiendas 2021	Cantidad de Tiendas 2020
Harris Teeter	Charlotte, NC	257	259
Ralphs	Los Angeles, CA	184	188
Kroger Atlanta	Atlanta, GA	183	183
King Soopers/City Market	Denver, CO	151	152
Roundy's	Milwaukee, WI	150	150
Smith's	Salt Lake City, UT	141	141
Kroger Central	Indianapolis, IN	129	131
Fred Meyer Stores	Portland, OR	132	132
Food 4 Less	Los Less, Los	124	126
Fry's Food and Drug	Phoenix, AZ	125	123
Kroger Michigan	Novi, MI	119	119
Kroger Columbus	Columbus, OH	114	114
Kroger Louisville*	Louisville, KY	116	116
Kroger Dallas	Dallas, TX	109	109
Kroger Houston	Houston, TX	108	108
Kroger Mid-Atlantic	Roanoke, VA	109	109
Kroger Cincinnati	Cincinnati, OH	104	104
Kroger Delta	Memphis, TN	94	100
Kroger Nashville	Nashville, TN	90	90
Dillons Food Stores	Hutchinson, KS	80	79
Quality Food Centers (QFC)	Seattle, WA	59	61
Ruler Foods*	Seymour, IN	48	48
Total		2726	2,742

Fuente: FactBook 2022 publicado por The Kroger Company

Respecto a los principales accionistas, el 73% de las acciones son propiedad de inversores institucionales. Esto se puede ver reflejado en la gráfica 1.

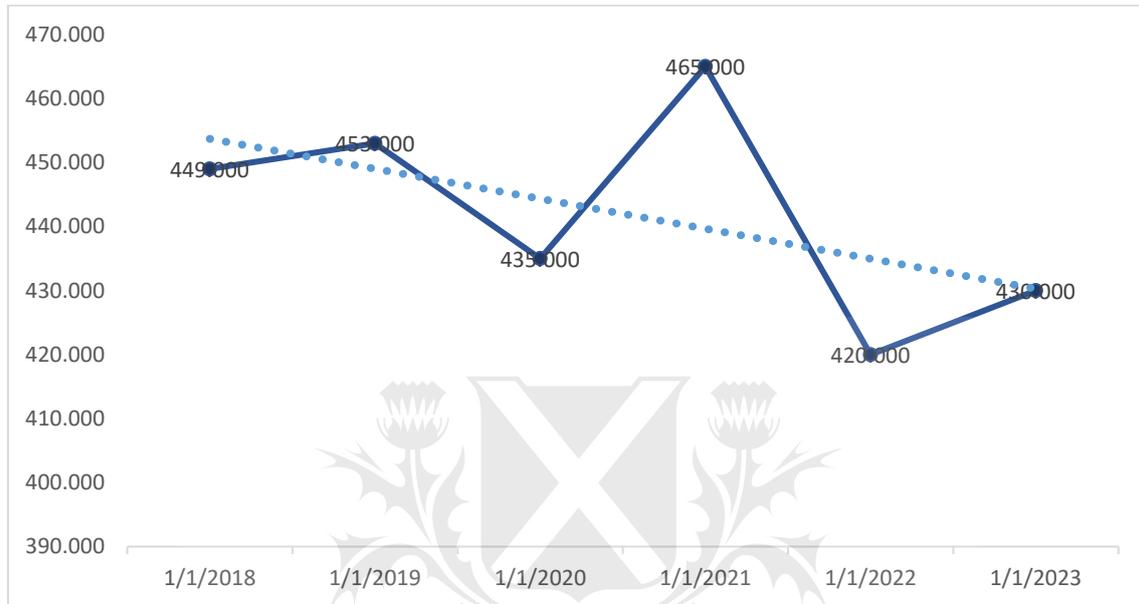
Gráfica 1: Principales accionistas de The Kroger Company (2022)



Fuente: seekingalpha.com

Otra parte fundamental de la estructura de la compañía son sus empleados. En la gráfica 2 podemos ver la evolución de la cantidad de empleados desde enero 2018 a enero 2023. Se ve una disminución en la cantidad total de empleados en los últimos cinco años.

Gráfica 2: Evolución de la cantidad de empleados de The Kroger Company



Fuente: statista.com

1.3 Estrategia Corporativa

Según datos extraídos de The Kroger Company (2022), además de los puntos de venta presenciales, un gran porcentaje de las ventas se realizaron de forma digital. Este tipo de ventas ha crecido significativamente en los últimos años. Existe una gran apuesta por parte de la empresa hacia las ventas digitales, dado que se está viendo un cambio en las tendencias de consumo en la sociedad.

Este cambio tuvo como principal impulsor la pandemia, la cual generó que, por temas de salud y seguridad, los clientes comenzarán a utilizar con mayor frecuencia los canales digitales de ventas minoristas.

Las ventas digitales en 2020 y 2021 crecieron un total de 113%. Dentro de estas se incluyen todos los productos que fueron comprados en línea y retirados en los locales, o que son enviados directamente a las casas de los clientes.

El objetivo de Kroger es poder seguir liderando el canal de las ventas minoristas. Para poder lograr esto ha desarrollado cuatro activos en los que se basa: sus locales, su sistema digital, sus marcas y sus bases de datos.

Basados en estos cuatro activos, tienen dentro de sus objetivos evolucionar de una cadena de supermercados tradicional a un negocio más diverso, donde la alimentación continúe siendo el eje principal, pero a la vez se generen otros tipos de ingresos.

Esto planean lograrlo mediante inversiones en el canal de ventas digitales y utilizando un modelo de reducción de costos. También tienen como objetivo duplicar las ventas digitales y las ganancias provenientes de este canal para este año.

Esto estaría acompañado por el constante crecimiento de las ventas en los supermercados, ambos puntos especialmente apoyados en la estrategia de la compañía de invertir en sus clientes y asociados, asegurando que con cada compra tengan una experiencia 100% amigable y con productos frescos y de un buen nivel de calidad.

Respecto al ahorro de costos, la compañía ha logrado mediante este tipo de iniciativas reducir sus costos en mil millones de dólares en los últimos 5 años, sin afectar la calidad del servicio que presta. Mediante esta política planea aumentar los márgenes operativos, no solo por un aumento en las ventas, sino por una reducción de costos (The Kroger Company, 2022).

Según datos extraídos del Factbook 2022 publicado por The Kroger Company en 2023, una de las estrategias que ha tenido la empresa a lo largo de los años ha sido la expansión mediante adquisiciones y fusiones.

Desde el 2012 la estrategia ha estado orientada a las adquisiciones de empresas que colaboren con los objetivos corporativos del grupo de forma rápida y eficiente.

La estrategia se centra en la identificación de diferentes oportunidades para atraer activos intangibles y/o humanos a la organización, siendo una estrategia focalizada en mercados ya existentes.

Una de las razones es que las fusiones dentro de mercados ya existentes tienen asociado un menor nivel de riesgo y suelen tener una mayor rentabilidad asociada dado que requieren poca inversión en publicidad y distribución.

En la tabla 2 se muestran las fusiones realizadas desde el 2006 al 2019. Podemos observar, como en los primeros años la estrategia apuntaba principalmente a aumentar el número de locales del grupo, pero a partir del 2014 la estrategia comenzó a cambiar y la clase de empresas con las que comenzó a relacionarse estaban vinculadas principalmente al sector tecnológico.

La mayor fusión en la historia de la empresa fue en 1999, cuando se asoció con Fred Meyer Inc., creando la cadena de supermercados con mayor cobertura geográfica y variedad de formatos en la industria del comercio minorista de alimentos en Estados Unidos. Esto permitió a la compañía generar economías de escala en la compra, fabricación, sistemas de información y logística (Lascano, 2019).

En 2014, Kroger se fusiona con Harris Teeter, sumando una cadena regional con más de doscientos locales.

Posteriormente, en este mismo año, Kroger se fusionó con Vitacost.com., una de las mayores empresas de comercio electrónico en el mercado de la alimentación natural y vida sana. Junto a esta plataforma de comercio electrónico Kroger aceleró su entrada en el espacio del comercio electrónico, sirviendo mejor a sus clientes a través de servicio de envío a domicilio.

En 2018 Kroger compra la cadena Home Chef, ampliando de esta forma los servicios y productos que ofrece a sus clientes. Home Chef es una empresa de entrega de alimentos y kits de comidas que entrega semanalmente ingredientes y recetas en porciones a suscriptores en los Estados Unidos. Este tipo de iniciativas tuvo un fuerte aumento de la demanda a partir de la pandemia dado que la población estadounidense comenzó a pasar más tiempo en sus casas.

Tabla 2: Histórico de fusiones y adquisiciones de The Kroger Company

Adquisiciones/ Fusiones	Fecha	Numero de tiendas adquiridas	Ubicación
Buehler Food	Apr-06	1	Louisville, KY
Scott's Food	Apr-07	18	Fort Wayne, IN
Farmer Jack	Jun-07	20	Detroit, MI
Individual stores	Jun-05	2	Various
Individual stores	Jun-05	9	Various
AWG	Jan-10	7	Topeka&Wichita, KS
Brookshires	Mar-10	2	Jackson, MS
Albertsons	Jun-10	1	Ft Worth, TX
Individual store	Apr-11	1	Bloomfield, IN
Schnuck's (supermarket)	Sept-11	8	Memphis, TN
Schnuck's (c-stores)	Sept-11	7	Memphis, TN
Axium Pharmacy	Dec-12	Specialty Rx	Lake Mary, FL
Harris Teeter	Jan-14	227	Multiple
YOU Technology	Feb-14	Technology	San Francisco, CA
Vitacost.com	Aug-14	E-Comm	Boca Raton, FL
84.51°	Apr-15	Technology	Cincinnati, OH
Hiller's	Jul-15	7	Detroit, MI
Roundy's (various banners)	Dec-15	151	Wisconsin/Chicago
Minyard Sun Fresh	Jan-16	1	Plano, TX
Market6	Aug-16	Technology	Deerfield, IL
ModernHEALTH	Sep-16	Specialty Rx	Orlando, FL
Murray's Cheese	Jan-17	2	New York City, NY
Marsh	Jul-17	11	Indianapolis, IN
Farm Fresh	May-18	18	Hampton Roads, VA
Home Chef	May-18	Meal Kit	Chicago, IL
Shopko Pharmacies	Jan-19	Rx Script Files	Green Bay, WI

Fuente: FactBook 2022 publicado por The Kroger Company

1.4 Análisis cotización acción

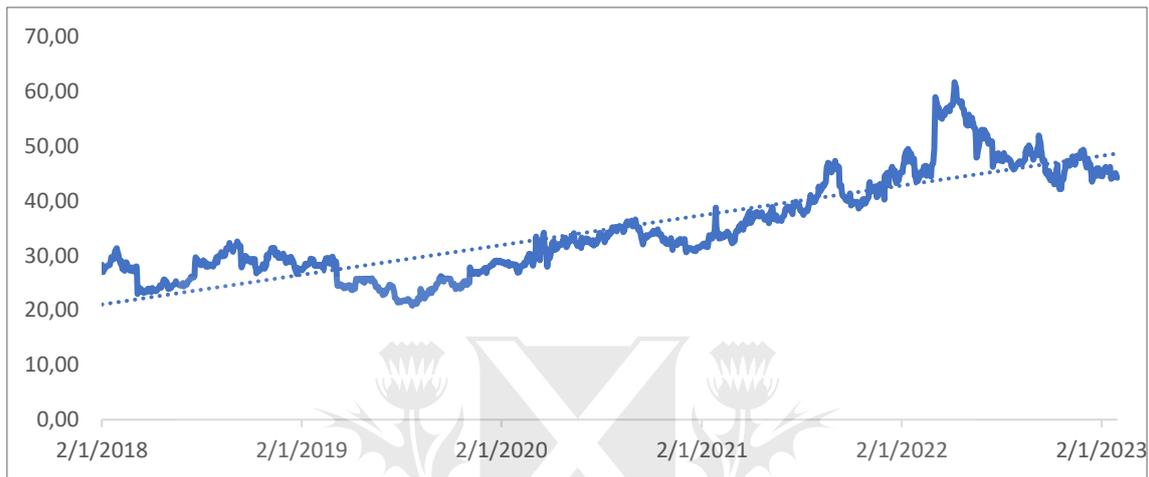
En la gráfica 3 se observa la evolución del precio de la acción de Kroger en los últimos cinco años (enero 2018 a enero 2023). A grandes rasgos se puede observar una tendencia alcista en el periodo analizado, aunque con fuertes oscilaciones.

Una particularidad para destacar es que, aunque el precio de la acción fue afectado por la pandemia en marzo del 2020, la misma pudo recuperar casi el total de lo que había

perdido en cuestión de días y mantuvo esta tendencia hasta principios de 2022. Esto se puede ver en la gráfica 4.

Como es de esperar dada la presente situación del mercado, el cual se encuentra en los últimos meses enfrentando fuertes oscilaciones en el precio y ha comenzado una tendencia a la baja opuesta a lo que se venía observando desde el 2020.

Gráfica 3: Cotización de la acción de The Kroger Company (últimos cinco años)



Fuente: www.investing.com

Gráfica 4: Cotización de la acción The Kroger Company (febrero 2020 – enero 2023)



Fuente: www.investing.com

Sin embargo, a pesar de presentar fuertes oscilaciones durante el periodo considerado en ambas gráficas se observa que la tendencia del precio de la acción ha sido al alza. Mostrando un aumento constante del valor de la compañía durante los últimos años.

2. La industria

De acuerdo con el informe “NRF Forecasts 2023 Retail Sales” publicado por National Retail Federation en 2023, el mercado minorista de alimentos de los Estados Unidos es uno de los más grandes del mundo, con un valor estimado de alrededor de USD 4940 miles de millones de dólares en 2022.

Los principales actores de este mercado son Walmart, Kroger, Albertsons Companies, Costco Wholesale, y Publix Super Markets, entre otros.

El sector experimentó un crecimiento sostenido durante la última década, el cual se intensificó notablemente en los últimos tres años.

Se trata de un incremento que, de haber tomado como referencia los parámetros previos a la pandemia, requeriría de una década para ser constatado.

Según National Retail Federation (2023) aunque se esperaría que este crecimiento se modere durante el 2023, continuaría siendo positivo mientras que las ventas se estabilizan en niveles cercanos a los vistos en el pasado.

De acuerdo al informe, se espera para el 2023 un crecimiento de las ventas para el sector minorista del 4% al 6%, el cual es superior al crecimiento promedio anual que se venía observando previo a la pandemia del 3,6%.

Gráfica 5: Ventas anuales del mercado minorista de los Estados Unidos y su crecimiento



Fuente: Informe de National Retail Federation “Forecast 2023 retail sales”

Asimismo, se espera que las ventas en línea y fuera de los locales, que se incluyen en la cifra total, aumenten entre un 10 % y un 12 %. Si bien muchos consumidores continúan

utilizando las comodidades que ofrecen las compras en línea, gran parte de ese crecimiento está relacionado a las ventas multicanal, donde el local aún juega un componente importante en el proceso de compra. A pesar de que el papel de los locales ha evolucionado en los últimos años, siguen siendo el principal punto de compra para los consumidores y representan aproximadamente el 70% de las ventas minoristas totales.

2.1 Condiciones macroeconómicas

Como se planteó anteriormente, el mercado minorista ha experimentado un notable aumento en los últimos años. Esta tendencia al alza ha sido evidente en el sector durante la última década, y aunque ha continuado, su futuro podría verse afectado por la actual situación económica de los Estados Unidos.

Durante el año 2022, se alcanzó el nivel más elevado de inflación registrado hasta el momento, y el crecimiento económico pareciera estar desacelerándose gradualmente en comparación con el impulso que tomó después de la pandemia.

Estos factores podrían afectar el consumo y en consecuencia los resultados operativos de las empresas del sector podrían verse afectados.

Este tipo de situaciones económicas afectan la confianza y el gasto del consumidor, incluido el gasto discrecional, así como los ingresos disponibles de los hogares, ya que estos están estrechamente relacionados al nivel de empleo de la economía.

La inflación por otro lado puede afectar materialmente los resultados operativos a través de aumentos en el costo de los bienes, los costos de la cadena de suministro y la mano de obra.

Además, los factores económicos ya citados, o cualquier otro factor o circunstancia económica que resulte en un aumento de los costos de transporte, mano de obra, seguros o atención médica o los precios de los productos básicos y otros factores económicos podrían aumentar los costos de mercadería y gastos operativos, y por ende afectar adversamente la condición financiera, resultados de operaciones o flujos de caja de las empresas dedicadas al comercio minorista.

El aumento de los precios del combustible también tiene un efecto sobre el gasto de los consumidores y sobre los costos de producción y adquisición de los productos comercializados.

Un deterioro de las condiciones económicas generales en los Estados Unidos podría afectar adversamente al sector de muchas maneras. Incluso, ralentizando el crecimiento de las ventas, reduciendo las ventas totales y reduciendo los márgenes brutos.

Como se mencionó, una economía en desaceleración mantendría bajo control el crecimiento de las ventas minoristas. Un estudio realizado por la firma Deloitte “2023 retail industry Outlook” estima que el PBI de la economía americana se desaceleraría al

0,9 % en 2023 desde un 2 % estimado en 2022 y un 5,9 % en 2021. Sin embargo, el mercado laboral relativamente saludable seguiría impulsando las ventas.

Por otro lado, la inflación ha reducido el poder adquisitivo de los consumidores estadounidenses, a pesar de los aumentos en los ingresos nominales.

Incluso aunque los ingresos semanales medios nominales han aumentado un 8,3% desde diciembre de 2020, en los ingresos reales se ha observado una caída de un 5 %. Esto tiene un peso sobre la demanda de los consumidores y, por lo tanto, sobre el volumen de ventas minoristas. Aumentos en los precios, sin embargo, elevarían el valor nominal de las ventas del mercado. Pero es importante destacar que este aumento de los ingresos nominales debería estar acompañado por un aumento de los ingresos reales para que el sector continúe su crecimiento.

2.2 Desafíos de la industria

En los últimos años la competencia en el sector de ventas minoristas de los Estados Unidos ha aumentado significativamente. Se puede observar una evolución de las preferencias de los clientes y el avance de otros canales de compras (en línea, envío a domicilio) en la industria que han aumentado el entorno competitivo.

Es de suma importancia que las compañías logren anticiparse y cumplir con estas preferencias cambiantes de los clientes y continuar implementando tecnología, software y procesos para poder cumplir de manera adecuada y rentable con las demandas de los clientes.

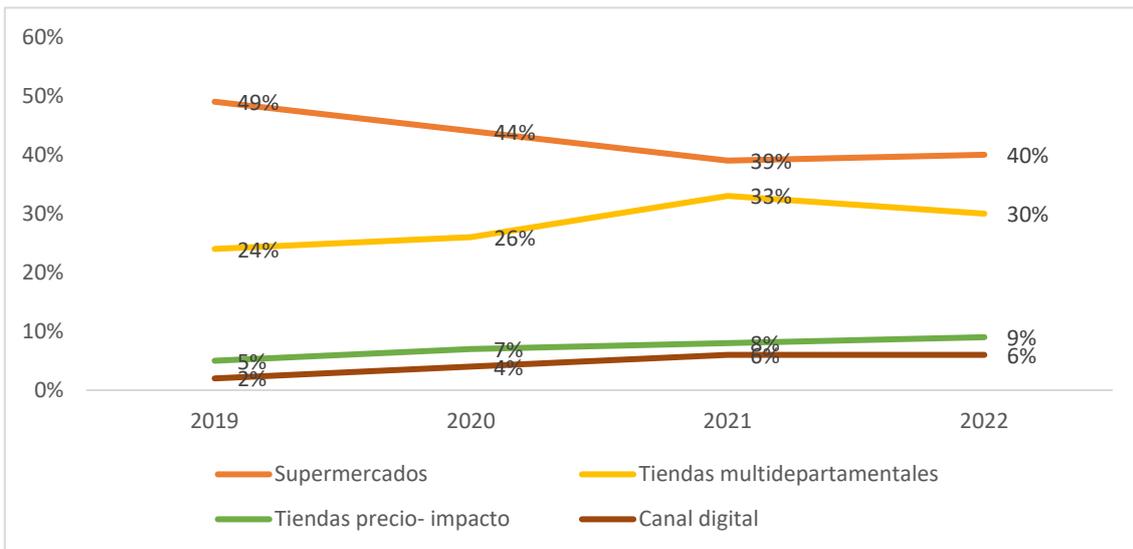
Por otro lado, se espera que haya un crecimiento continuo en el mercado minorista de alimentos en los próximos años.

Sin embargo, se espera que este crecimiento sea impulsado por un enfoque en productos más saludables y sostenibles, así como por la innovación en tecnología, y en la experiencia del cliente en línea y en los locales.

También se esperaría la aparición de nuevas fusiones y adquisiciones en el sector en el futuro cercano.

La gráfica 6 exhibe el análisis de los canales de compra principales utilizados por los clientes, el cual fue llevado a cabo por The Food Industry Association (2022). Se puede observar un aumento en el porcentaje de usuarios que centran su consumo en la plataforma digital o en línea durante el primer año de la pandemia, duplicando su participación. Esta tendencia ascendente se mantuvo durante 2021 y 2022.

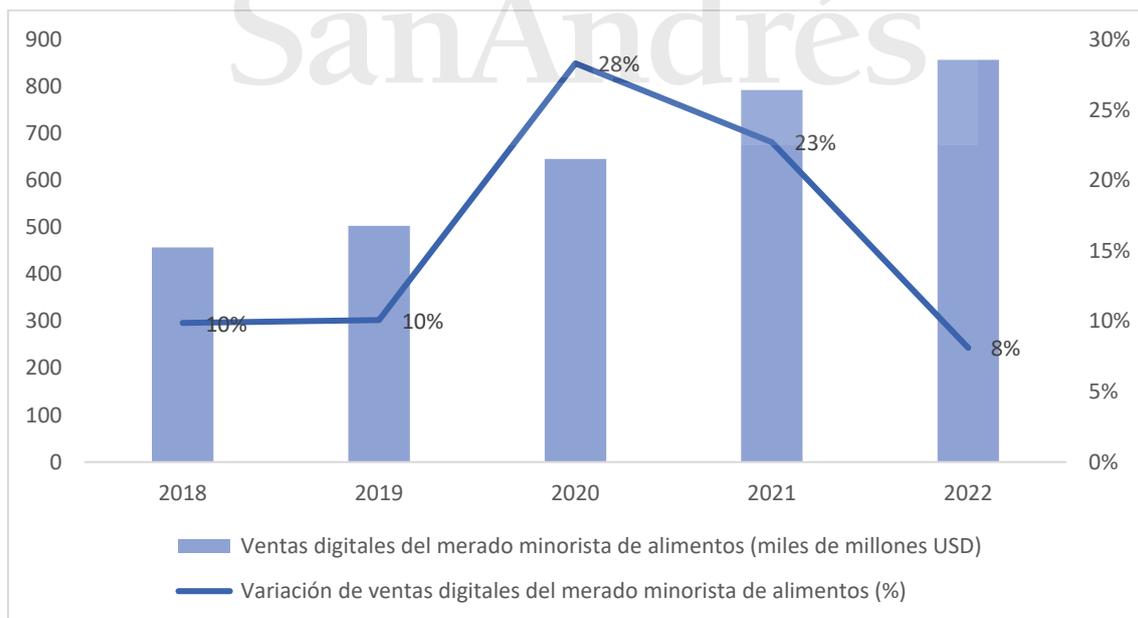
Gráfica 6: Evolución de las preferencias de los usuarios respecto a los distintos canales de consumo en el mercado minorista de los Estados



Fuente: Informe de The Food Industry Association "US Grocery Shopper Trends 2022"

En la gráfica número 7 es posible observar un análisis detallado acerca de la evolución que han presentado las ventas del comercio minorista digital, en el período comprendido entre los años 2017 y 2022. En dicha gráfica se puede constatar un aumento del nivel de ventas, duplicándose. De cara al futuro, se espera que esta tendencia continúe, ya que este canal de distribución se está consolidando como una opción cada vez más fuerte y preferida por los consumidores en los Estados Unidos.

Gráfica 7: Evolución de las ventas minoristas en canales digitales en los Estados Unidos



Fuente: Statista.com

Es importante resaltar que él no desarrollar y no actualizar con éxito una experiencia digital relevante para los clientes, puede afectar negativamente la situación financiera, los resultados de las operaciones y los flujos de efectivo.

El comercio minorista digital está evolucionando rápidamente y hay que seguir el ritmo de los nuevos desarrollos de los competidores en el mercado, así como de las necesidades y preferencias cambiantes de los clientes.

Para el caso particular de Kroger, el negocio digital aumentó significativamente durante la pandemia, incluida la retirada de productos y entrega. La compañía tiene dentro de sus objetivos competir ofreciendo una experiencia de compra cómoda para sus clientes, independientemente de cómo elijan comprar.

Según un estudio publicado por National Retail Federation en 2023 llamado “Consumers want it all: Hybrid shopping, sustainability and purpose driven brands”, el éxito futuro del negocio digital también dependerá de la eficiencia y la rentabilidad con la que se cumple con los pedidos en todas las modalidades, ya sea en los locales, en ubicaciones de solo retiro o a través de centros de atención al cliente.

Esto es muy importante ya que ahora los consumidores ya no ven las compras en línea y en persona como experiencias distintas, esperan que todo esté conectado todo el tiempo.

Para esto, las compras deben ser rápidas y eficientes algunas veces, atractivas y experienciales otras veces, y siempre fáciles e intuitivas.

Los consumidores exigen que las empresas satisfagan sus necesidades y estén a la altura de sus reclamos de responsabilidad social y ambiental.

Los minoristas y las marcas deben ajustar sus ofertas y capacidades con estas nuevas expectativas del consumidor que fueron tomando más fuerza luego de la pandemia.

En resumen, las conclusiones a las que llegaron en este estudio fueron las siguientes:

Hoy en día existe más de una manera de comprar. Los consumidores utilizan de forma alternada los canales digitales y los tradicionales, buscando construir sus propias experiencias de compras.

Las tiendas continúan siendo esenciales. A pesar de que las tiendas hoy en día no son el único canal de compras que existe, el 72% de los consumidores todavía las considera como parte principal de sus métodos de consumo. Los consumidores están motivados por un propósito. Eligen productos y marcas en función de qué tan acordes son con sus valores y creencias.

Por último, la sustentabilidad comenzó a tomar protagonismo. La mitad de los consumidores entrevistados en el estudio dice estar dispuesto a pagar una prima para reducir el impacto ambiental.

Todo esto lleva a que las marcas y empresas que están en el sector de consumo minorista deban estar presentes en todos los frentes, logrando cumplir con las

expectativas de los consumidores. Esto llevaría a que muchas empresas deban cambiar sus estrategias y su forma de presentarse ante los consumidores y el mercado.

2.3 Posición competitiva

Kroger está situado en un entorno altamente competitivo, en el que convive con marcas de equiparable tamaño y con estrategias similares. No obstante, ha sido capaz de captar y retener una significativa porción de cuota de mercado a lo largo del tiempo. En este sentido, se presentan a continuación las 10 principales compañías minoristas en Estados Unidos (2021-2022), ordenadas por nivel de ventas.

Gráfica 8: Empresas de la industria con mayor nivel de ventas en 2021



Fuente: National Retail Federation www.nrf.com/

Gráfica 9: Empresas de la industria con mayor nivel de ventas en 2022



Fuente: National Retail Federation www.nrf.com/

En las mismas se puede observar que Kroger ha logrado mantenerse como uno de los principales vendedores minoristas en términos de ventas en los dos últimos años, superando a grandes competidores como Target o Walgreens.

3. Análisis FODA de The Kroger Company

El análisis FODA es una herramienta diseñada para conocer la situación real de una organización, empresa, o proyecto dentro del mercado. Consiste en realizar una lista con las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas, para facilitar la toma de decisiones a futuro. Se procederá en esta parte a hacer el análisis FODA para Kroger.

3.1 Fortalezas

Conforme se ha analizado previamente, es notorio que la empresa Kroger consolida una importante participación de mercado, compitiendo con marcas de renombre. Asimismo, se encuentra presente en 35 de los 50 estados americanos lo que facilita la fidelización de sus clientes, siendo elegidos por éstos cuando se desplazan por el país.

Por otra parte, ofrece una amplia diversidad de locales y productos, logrando abarcar distintos perfiles y logrando que sus clientes encuentren todos los servicios que buscan dentro de sus instalaciones. Sumado a esto, ha diversificado sus canales de distribución, permitiendo que los consumidores que deciden comprar en línea sigan optando por la compañía.

Adicionalmente, no sólo comercializa una variada selección de productos, sino que también ha establecido sus marcas propias que generan un gran porcentaje de sus ventas. Esto le permite competir con grandes tiendas como Walmart o Target que asimismo ofrecen productos producidos y comercializados por ellos.

De igual forma, sus marcas generan un cierto grado de adhesión por parte de los consumidores que las prefieren, lo que se traduce en posibles compras de los demás productos que necesitan dentro de las tiendas pertenecientes al grupo.

Por último, al estar distribuido por todo el territorio estadounidense, ha logrado generar una economía de escala que le permite reducir sus costos, mejorar su poder de negociación con los proveedores, mejorar su capacidad de almacenamiento, y transporte y todo esto logrando ofrecer a sus clientes menores precios que sus competidores (Lascano, 2019)

3.2 Debilidades

Existe una gran cantidad de competidores para una compañía como Kroger, dado que los distintos tipos de locales que tiene abarcan distintos sectores socioeconómicos, y variedad de productos. Desde un negocio de barrio, una marca de ropa, joyería o estación de combustible puede ser competencia de la compañía. En el sector de

alimentos mantiene una cuota de mercado significativa. No obstante, hay competidores sólidos como Target o Costco, que cada vez crecen más.

Es imprescindible que mantengan su posición competitiva con el fin de conservar y aumentar el público objetivo y generar lealtad hacia la empresa.

Por otro lado, el grado de apalancamiento es relativamente elevado si se compara con el de las demás empresas del mercado. En la tabla 3 se puede observar el ratio deuda capital para las tres empresas que compiten directamente con Kroger.

Este ratio es calculado como deuda neta dividido patrimonio neto. En promedio las empresas como Walmart, Costco y Target tienen un ratio menor a 1 mientras que Kroger en todos los años presenta un ratio ampliamente superior. No obstante, cabe resaltar que en los últimos cinco años se evidencia una reducción de este ratio, lo que implica que Kroger cada vez se financia más con capital accionario que con deuda.

Tabla 3: Evolución del ratio deuda-capital de las principales empresas del sector minorista de alimentos en Estados Unidos

Ratio Deuda Capital	Walmart	Cotsco	Target	Kroger
2017	0,57	0,5	0,97	2,25
2018	0,72	0,43	0,99	1,94
2019	0,66	0,4	0,97	1,64
2020	0,55	0,41	0,87	1,4
2021	0,46	0,31	1,06	1,41

Fuente: informes anuales de Walmart, Costco, Target y The Kroger Company (2017-2021)

Estos altos niveles de apalancamiento podrían considerarse una debilidad si la empresa se llegara a enfrentar a una situación económica complicada, como por ejemplo frente a una reducción de las ganancias debido a una recesión económica.

Por último, gran parte de los ingresos de la compañía dependen de las marcas que tiene, y de la producción de los productos relacionados. Al contar con distintas plantas de producción cualquier problema relacionado a la producción puede reflejarse negativamente en sus marcas y, en consecuencia, en sus ingresos.

3.3 Oportunidades

En octubre del 2022, Kroger anunció su fusión con la empresa Albertsons, ubicada dentro del sector minorista de la venta de alimentos en los Estados Unidos, y con una relevante cuota de mercado como fue anteriormente descrito.

En conjunto Kroger y Albertsons emplearían más de 710.000 empleados, mediante 4996 tiendas distribuidas en 48 de los 50 estados.

Asimismo, conjuntamente tienen 66 centros de distribución, así como 52 plantas de producción, 3972 farmacias y 2015 estaciones de combustible.

Esta fusión le ofrece la oportunidad a la compañía de poder aumentar su cuota de mercado y poder competir con empresas de gran porte como Walmart, la cual cuenta con alrededor de 5000 tiendas distribuidas en el territorio americano.

Sin embargo, hasta el momento de este trabajo esta fusión no se ha llevado a cabo dado que se han levantado muchos cuestionamientos sobre cómo la misma impactará a los empleados de estas y a las otras compañías.

Dado esto se ha encontrado con una fuerte oposición de los sindicatos de empleados y se encuentra siendo analizada por el American Antitrust Institute. A pesar de esto, ambas compañías han comunicado la intención de continuar con la fusión y que ésta tenga lugar a principios del 2024.

Por otro lado, en vista de las tendencias de consumo actuales, donde se observa una creciente demanda de productos frescos, saludables y fáciles de preparar en el hogar, Kroger ha venido incursionando con éxito en estos ámbitos, respaldado por la posesión de plantas de producción y marcas propias. Este enfoque en los alimentos saludables y de fácil acceso al público puede representar una ventaja competitiva en el futuro.

La fusión con Albertsons presentaría una mayor ventaja dentro de este punto ya que entre las dos compañías se pasaría a tener como se mencionó una red de locales y centros de distribución todavía mayor, así como una mayor base de proveedores. Esto mejoraría y optimizaría el tiempo que le lleva a la empresa poder presentarle a sus clientes productos frescos y también se puede observar un aumento de la oferta de productos bajo las categorías mencionadas.

3.4 Amenazas

Muchos ejecutivos relacionados a las ventas minoristas ven la escasez de mano de obra como una de las principales preocupaciones para la industria, especialmente porque puede ser difícil competir con la flexibilidad de la economía de los trabajos temporales.

Respecto a la escasez de mano de obra asociada al sector minorista, algunas cifras indican que la disponibilidad de trabajadores asalariados por hora podría representar un desafío para los minoristas, especialmente en puestos de atención al cliente y distribución, de acuerdo con el informe “2022 Retail Industry Outlook”, realizado por la firma Deloitte en 2022.

Ante esta realidad, los minoristas podrían abordar el problema con soluciones tecnológicas y de automatización, a fin de depender menos de la fuerza laboral física.

De esta forma, los locales sin personal podrían volverse una opción común en cinco años, según las tendencias actuales del mercado. En esta línea, se puede ver como Kroger ya ha empezado a tener una disminución de personal desde el 2019.

Por otro lado, la interrupción en la cadena de suministro global, originada por factores como crisis políticas, problemas de control de calidad, dificultades financieras de los proveedores, catástrofes naturales y pandemias, entre otros, puede tener un impacto directo en el negocio de los minoristas. En este sentido, la pérdida o interrupción de acuerdos de suministro puede desencadenar efectos adversos que deben ser gestionados y solucionados oportunamente por las empresas.

Considerando todo lo anterior, es imprescindible que las empresas minoristas desarrollen una visión estratégica y se adapten a las tendencias y cambios del mercado, estando siempre atentos a la evolución de la disponibilidad laboral y la cadena de suministro global.

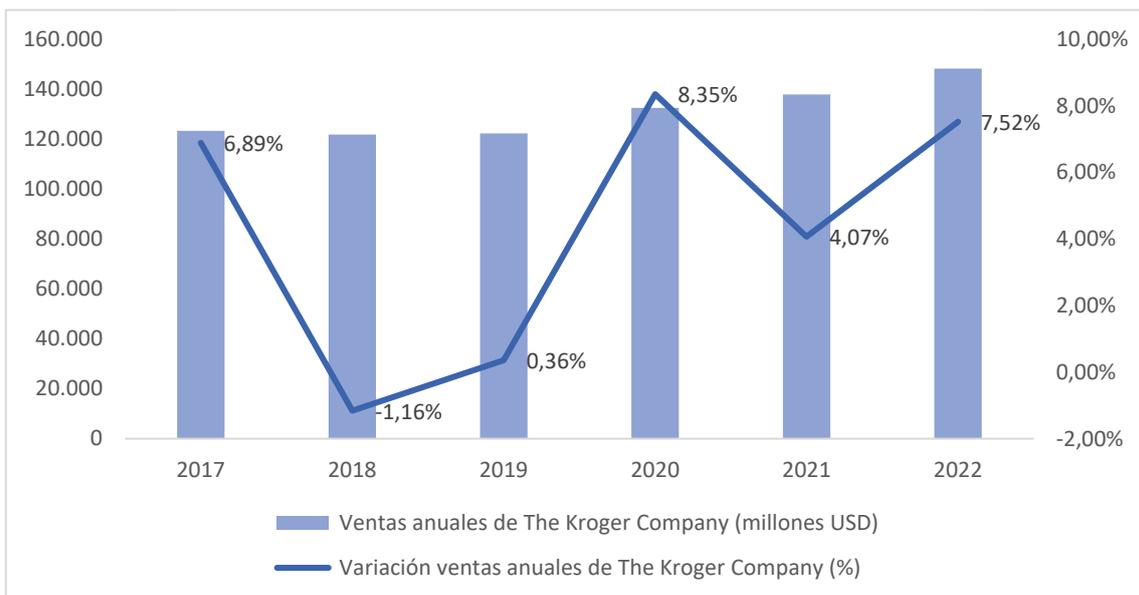
4. Análisis Financiero de The Kroger Company

Con el propósito de realizar un análisis financiero exhaustivo de la compañía Kroger, se examinarán sus datos contables correspondientes a los últimos seis períodos fiscales. Este enfoque permitiría obtener una perspectiva objetiva sobre la situación actual de la organización y proyectar su evolución en el futuro.

4.1 Análisis de las Ventas

Una de las principales variables a examinar cuando se trata de valorar una empresa son sus ventas. En el caso de Kroger, durante el periodo analizado, se observa un crecimiento constante en las ventas de la empresa, como se ilustra en la gráfica 10. Particularmente se puede observar este incremento en los niveles de ventas en los años 2020, 2021 y 2022.

Gráfica 10: Evolución de las ventas de The Kroger Company (2017-2022)



Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

Según información extraída del reporte anual publicado por The Kroger Company en 2022, el aumento en el nivel de ingresos del año 2019 al 2020 es explicado principalmente por un aumento de demanda generado por la pandemia, así como a un aumento en las ventas en línea y en la participación en el mercado de la empresa. Las ventas vieron en este año un aumento del 8,4% siendo este el mayor aumento de un año al otro observado en el periodo analizado.

Del 2020 al 2021, las ventas aumentaron un 4,1%, impulsadas principalmente por la creciente demanda de combustible en los supermercados de The Kroger Company, atribuible al incremento del precio del petróleo.

Por último, mirando la variación en las ventas del 2021 al 2022, se destaca un incremento de estas del 7,5%. Este incremento fue dado tanto por un aumento de las ventas de combustible, así como un aumento de las ventas totales sin combustible.

Analizando la información, se observa como el crecimiento de los últimos dos años de las ventas es atribuible principalmente a las ventas de combustible. A continuación, se desglosan las ventas en la tabla 4 para analizar este efecto en detalle.

Tabla 4: Ventas de The Kroger Company segregadas entre ventas de combustible y otras ventas (millones USD)

	2020	Variación	2021	Variación	2022
Total ventas excluyendo combustible	122.134	0,1%	122.293	5,2%	128.664
Combustible	9.486	54,7%	14.678	26,9%	18.632
Otras ventas	878	4,4%	917	4,9%	962
Ventas Totales	132.498	4,1%	137.888	7,5%	148.258

Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

Retomando la variación del año 2020 al 2021 se observa como las ventas (excluyendo ventas de combustible) en el año aumentaron solo un 0,1%. Esto es explicado en parte por el incremento de la demanda registrado en 2020, impulsado por la pandemia, la cual volvió a valores previos a la pandemia durante el 2021.

La variación de 54,7% de las ventas de combustible está relacionado al aumento del precio del combustible de venta minorista el cual aumentó en promedio un 43,6% de un año a otro. Este incremento está dado principalmente por un aumento en los costos de producción del petróleo.

Respecto al incremento de 2021 a 2022, se observa como este se debió a, como fue mencionado, a un aumento de las ventas de combustible, las cuales aumentaron un 26,9%, así como un aumento de las ventas excluyendo el combustible, las cuales aumentaron un 5,2%. Esta variación de 5,2% está relacionada a un incremento de la cantidad de hogares que pasaron a hacer sus compras en los establecimientos de Kroger, así como también al aumento de la inflación en los Estados Unidos durante el 2022. El aumento de las ventas de combustible está nuevamente relacionado a un incremento del precio del combustible el cual creció en promedio un 28,5% durante 2021.

Otro punto para destacar es que dentro de las ventas totales excluyendo combustible se encuentran incluidas las ventas digitales. Como fue presentado, estas tuvieron un crecimiento de 116% en 2020, el cual rápidamente disminuyó en 2021 donde solo se vio un aumento del 3%.

Según información recopilada en el informe anual presentado por The Kroger Company en el año 2023, para el año 2022 las ventas digitales presentaron un incremento del 4% el cual es explicado por Kroger por una mejoría en sus soluciones digitales de entrega a domicilio.

Estas últimas, tuvieron un crecimiento del 25% en 2022 el cual se vio fuertemente influenciado por los nuevos programas de membresía. La variación de los resultados vistos en 2021 comparados a 2020 están relacionados con los cambios en las tendencias de consumo iniciadas por la pandemia.

Por otro lado, como se presentó al analizar el negocio de Kroger, este tiene varios segmentos bajo su alcance. Además de las ventas en supermercados tiene las estaciones de combustible, farmacias, joyerías, etc. Dado esto también es relevante ver la evolución de las ventas por segmento. En la tabla 5, se puede observar el cambio en las ventas según el tipo de producto siguiendo las categorías que son presentadas por Kroger en sus estados financieros. La categoría “no perecederos” contiene principalmente comestibles, marketing general, productos de belleza y comidas naturales. La categoría “Fresco” engloba todo lo que sea producción de carne, productos de mar, deli, panadería y comida preparada. Por último, bajo otros están todas las ventas relacionadas a la producción de alimentos para ventas a terceros, servicios de análisis de datos, farmacias especializadas, clínicas de salud dentro de las tiendas, y otras ventas online no incluidas en las demás categorías.

Tabla 5: Ventas de The Kroger Company desglosadas por tipo de producto (millones USD)

	2020		2021		2022	
	Monto	% del total	Monto	% del total	Monto	% del total
No perecederos	71.434	53,9%	69.648	50,5%	74.121	50,0%
Fresco	33.449	25,2%	33.972	24,6%	35.433	23,9%
Gasolina	9.486	7,2%	14.678	10,6%	18.632	12,6%
Farmacia	11.388	8,6%	12.401	9,0%	13.377	9,0%
Otros	6.741	5,1%	7.189	5,2%	6.695	4,5%
Ventas Totales	132.498	100%	137.888	100%	148.258	100%

Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

Al mirar el peso de cada una de las categorías sobre el total de ventas se ve cierta estabilidad en los últimos tres años.

Después de los supermercados, las ventas de combustible ocupan el segundo lugar en términos de ventas para la compañía. En los últimos tres años, las ventas en supermercados representaron casi el 75% de las ventas totales, seguidas por las ventas de combustible con alrededor del 10%. Esto explica también de cierta manera la

relevancia que tienen las ventas de combustible sobre el total de ventas y porque se ve el impacto tan grande en los últimos dos años como fue analizado en la sección anterior.

Finalizando este análisis podemos decir que, al igual que sus competidores, la pandemia tuvo un impacto fuerte en la estrategia y operaciones de la compañía. En lo que respecta a las ventas, se ha registrado un crecimiento significativo durante los últimos tres años como se evidencia en la gráfica 10. De hecho, mientras que las ventas se mantuvieron prácticamente estables entre el 2017 y el 2019, se ha registrado un aumento cercano al 21% entre el 2019 y el 2022. El aumento de la demanda por los productos que la empresa comercializa parece verse relacionado con los cambios en el comportamiento de los consumidores, que han pasado a trabajar y comer en casa y priorizar la salud y la higiene.

No obstante, a partir del 2021 se ha observado una disminución de los efectos de la pandemia en las ventas minoristas, así como una fuerte inflación en los Estados Unidos, ambos factores han afectado el volumen de ventas. Si bien las ventas han crecido en 2022 comparado con el año anterior, se han visto especialmente afectadas por el aumento en las ventas de combustible, y por la inflación que afecta hoy en día a Estados Unidos.

4.1.1 Evolución de las ventas en los mismos locales (Same Store Sales)

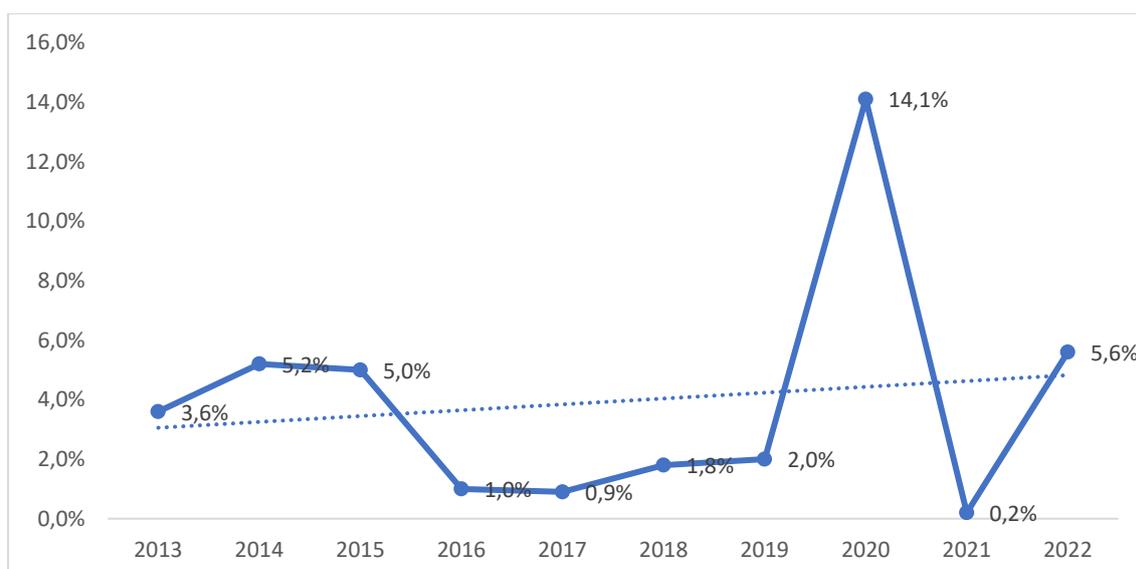
Por otro lado, se analiza el indicador Same Store Sales o también conocido como ventas en mismas tiendas o ventas comparables. Es un indicador muy utilizado en la industria del comercio minorista que se utiliza para analizar y comparar el rendimiento de las tiendas minoristas que han estado en operación durante un periodo de tiempo específico, generalmente un año.

Esta medida excluye las ventas generadas por nuevos locales o por locales que cerraron durante el periodo de tiempo siendo considerado. En su lugar, se centra en las ventas generadas únicamente por los locales o tiendas que han estado operando continuamente durante el periodo en consideración. Esta medida permite poder distinguir el crecimiento de ventas que se da por inversiones, entendiéndose este como el abrir nuevos locales o mejoras sobre los existentes, del crecimiento generado por una mejora en la operación de los locales existentes.

The Kroger Company define como ventas en tiendas comparables a todas las ventas en locales que hayan estado abiertos sin inversiones para expandir, o que no hayan sido reubicados, en cinco trimestres. Se incluyen las ventas por canales digitales, pero excluyen en esta métrica las ventas de combustible.

En la gráfica 11 se analiza la evolución del crecimiento de este indicador en los últimos 10 años de operación de la empresa. En todos los años se observa un indicador positivo.

Gráfica 11: Evolución de ventas en tiendas comparables 2013-2022



Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2013-2022)

Las ventas comparables de Kroger o Same Store sales muestran cierta variación en los últimos años. En los años 2013-2015 se ve un crecimiento del indicador, pero luego en 2016 cae significativamente.

A partir del 2016 se observa una tendencia creciente del Same Store Sales que toma más fuerza a partir del 2020. Nuevamente se ve el efecto de la pandemia en los datos donde el año 2020 muestra un crecimiento excepcional en comparación con el resto de los años. Para el año 2022 también se ve un significativo crecimiento, el cual estuvo explicado por un aumento en la cantidad de hogares que realizan sus compras en locales de la empresa y también debido a la inflación que se observó durante ese año.

4.1.2 Evolución de los locales de The Kroger Company

En la industria minorista, el número de locales que una empresa posee y su capacidad para abrir nuevos locales desempeñan un papel fundamental en su éxito. Estos factores no solo le permiten llegar a un público más amplio, sino que también le otorgan mayor influencia en las negociaciones con los proveedores.

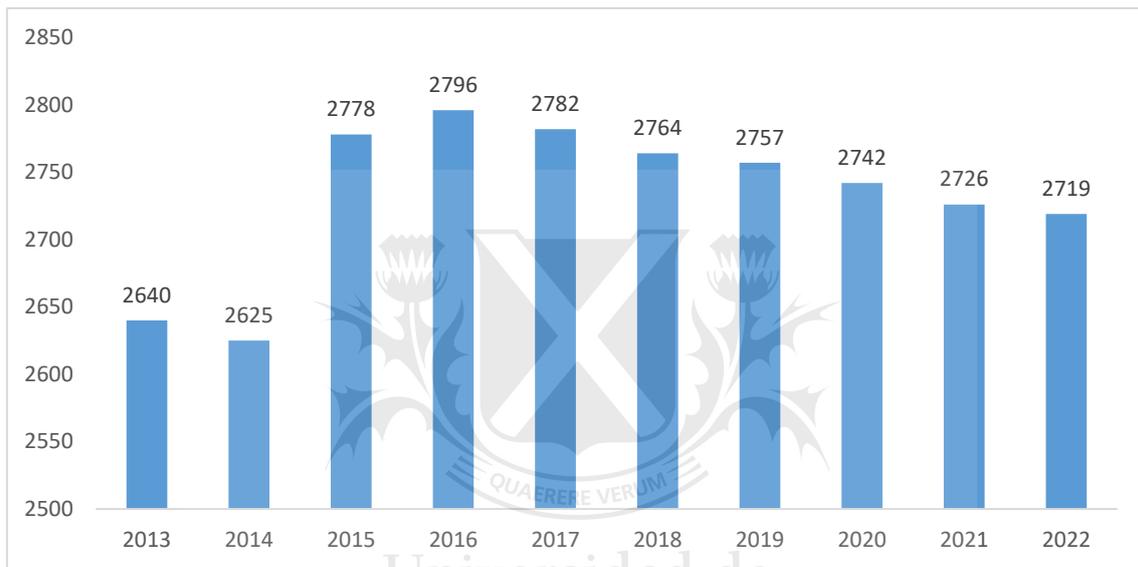
En la gráfica 12 y tabla 6 se presenta la evolución de la cantidad de locales de The Kroger Company en los últimos 10 años.

Se puede observar un incremento significativo del total de locales de 2014 a 2015. Este está relacionado con la adquisición realizada ese año de Roundy's, donde se adquirieron 151 locales por una inversión total de USD 168 millones de dólares.

A partir del año 2016, se muestra una tendencia decreciente en la cantidad de locales que gestiona Kroger. Se observa cómo ha sido mayor la cantidad de locales que han cerrado en los últimos años de los que han abierto.

Esto está dado principalmente por un cambio en la estrategia de inversiones de capital de la empresa donde se están priorizando las inversiones relacionadas a mejoras en los locales ya existentes para ampliar la experiencia de los clientes en estos, generar eficiencia en los procesos ya existentes y ampliar y mejorar los canales digitales mediante inversiones en nuevas tecnologías.

Gráfica 12: Evolución de cantidad de locales 2013-2022



Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2013-2022)

Tabla 6: Evolución de cantidad de locales 2013-2022

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Comienzo de año	2424	2640	2625	2778	2796	2782	2764	2757	2742	2726
Abiertas	17	33	31	50	24	10	10	5	4	3
Abiertas reubicación	7	13	12	21	15	4	9	6	4	1
Adquiridas	227		159		3	10	6			
Cerradas reubicación	-28	-48	-37	-32	-41	-38	-19	-20	-20	-10
Cerradas	-7	-13	-12	-21	-15	-4	-13	-6	-4	-1
Final del año	2640	2625	2778	2796	2782	2764	2757	2742	2726	2719

Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2013-2022)

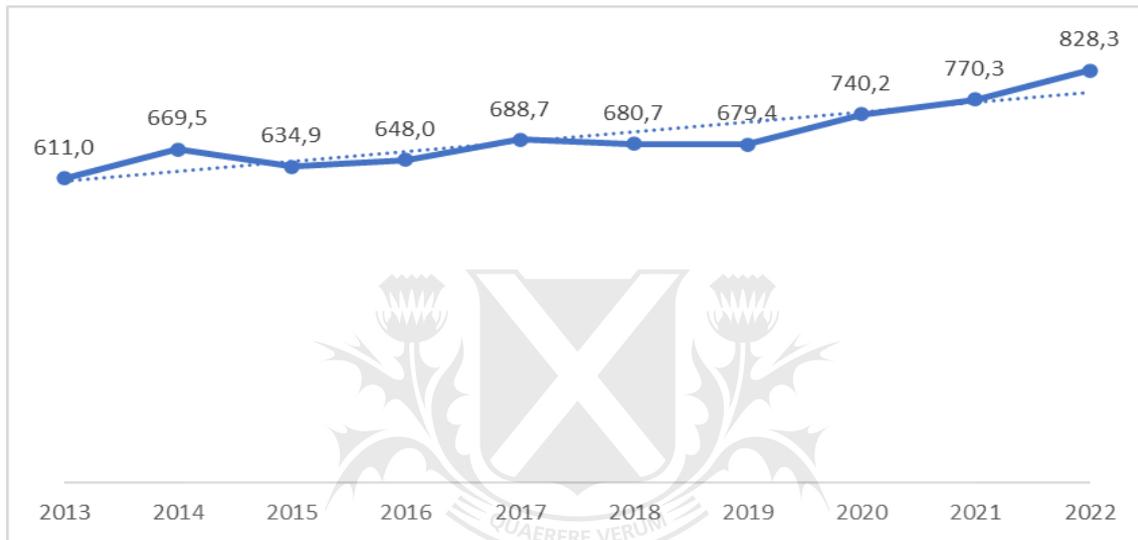
4.1.3 Evolución de las ventas por pie cuadrado y ventas por local

La métrica de ventas por pie cuadrado es ampliamente empleada en la industria minorista, ya que evalúa la eficiencia de cada espacio de venta en términos de su rendimiento en ventas. Esta medida posibilita la comparación de diversos establecimientos, independientemente de su tamaño o ubicación geográfica, proporcionando una visión general de su productividad.

De acuerdo con la información presentada en la gráfica 13, parecería que Kroger ha ganado productividad en las superficies utilizadas, ya que a lo largo de los últimos 10 años se ve un incremento de las ventas totales por pie cuadrado.

Del año 2014 al 2015 se ve una leve disminución de las ventas por pie cuadrado, pero esto está relacionado con el aumento en la cantidad de tiendas visto en 2015 por la adquisición de Roundy's, ya que aumenta la cantidad de locales, y en consecuencia la cantidad de pie cuadrado para dividir las ventas.

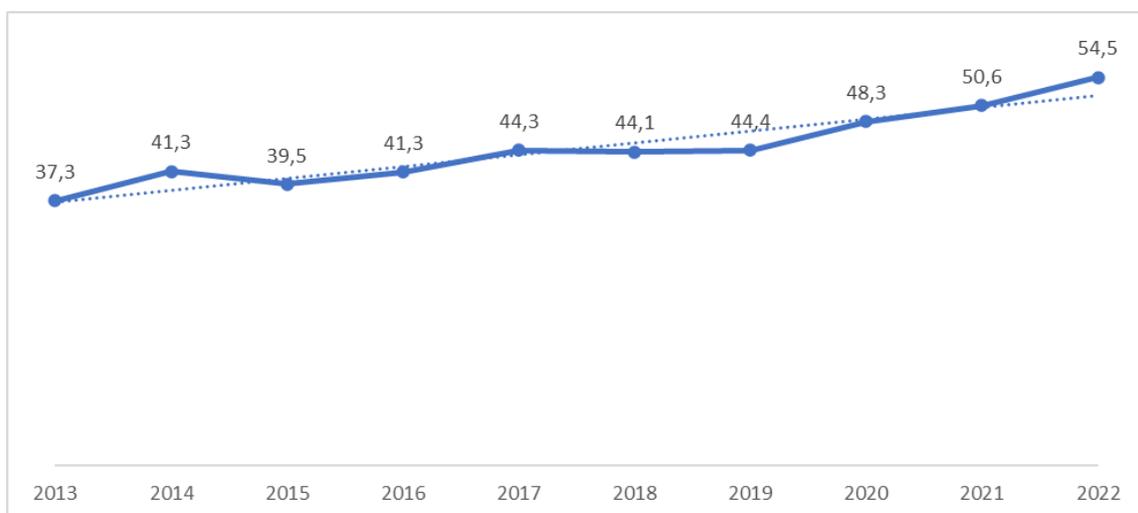
Gráfica 13: Evolución de ventas totales por pie cuadrado 2013-2022 (millones USD)



Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2013-2022)

Se llega al mismo resultado al mirar la evolución de las ventas por local. Estas han aumentado en forma casi constante en los últimos 10 años, a excepción del año 2015 donde disminuyen respecto al año 2014.

Gráfica 14: Evolución de ventas totales por local 2013-2022 (millones USD)



Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2013-2022)

4.2 Análisis del Estado de Resultados

En este apartado se analizará en detalle el Estado de Resultados de la empresa para los últimos seis años. En la tabla 7 podemos observar este expresado en millones de dólares.

Una de las principales variables a analizar del estado de resultado son las ventas. Como fue visto en el punto anterior, se registra un aumento progresivo de las ventas en el periodo, con una aceleración en el 2020 donde las ventas aumentaron en casi 10 mil millones de dólares respecto al 2019.

En lo que respecta al resto de las variables se nota también un incremento de cada una de ellas en el periodo, el cual está en cierta manera explicado, por el aumento de las ventas, dado que un mayor nivel de ventas conlleva a mayores costos de ventas, gastos administrativos, etc.

Cabe destacar sin embargo que, aunque se observa un aumento del total de ventas y costo de ventas del 21% del 2017 al 2022, los costos y gastos administrativos solo aumentaron un 11%. Esto muestra un buen gerenciamiento de costos, y esto se ajusta con la estrategia de la compañía vinculada a las políticas de reducción de costos administrativos.

Podemos ver también que tanto el EBIT como la ganancia neta de la empresa han sido positivos en todo el periodo analizado, pero con ciertas variaciones y sin una tendencia clara a diferencia de las ventas.

Tabla 7: Estado de resultados de The Kroger Company (millones USD)

Estado de Resultados	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	123.280	121.852	122.286	132.498	137.888	148.258
Costos de Ventas	95.811	95.103	95.294	101.597	107.539	116.480
Margen Bruto	27.469	26.749	26.992	30.901	30.349	31.778
Gastos Administrativos y Generales	21.510	20.786	21.208	24.500	23.203	23.848
Alquiler	911	884	884	874	845	839
Depreciaciones y Amortizaciones	2.436	2.465	2.649	2.747	2.824	2.965
EBIT	2.612	2.614	2.251	2.780	3.477	4.126
Gastos de Intereses Netos	-1.128	1.364	-270	590	-1.426	-1.224
EBT	1.484	3.978	1.981	3.370	2.051	2.902
Impuesto a la ganancia	-405	900	469	782	385	653
Ganancia atribuible grupo no dominante	-18	-32	-147	3	11	5
Ganancia Neta	1.907	3.110	1.659	2.585	1.655	2.244

Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

4.2.1 Análisis porcentual del Estado de resultados

Al revisar la trayectoria del informe financiero de Kroger en términos nominales, surgieron algunas dificultades para procesar la información debido a la ausencia de una tendencia clara en el EBIT o la utilidad neta. Con el objetivo de facilitar su comparabilidad anual, este trabajo también tratará de analizar estos datos en términos porcentuales del total de ventas. En la tabla 8 podemos ver todos los valores expresados como porcentaje del total de ventas.

Tabla 8: Estado de Resultados de The Kroger Company (expresado en porcentaje sobre total de ventas)

Estado de Resultados (expresado en porcentaje sobre ventas)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de Ventas	77,72%	78,05%	77,93%	76,68%	77,99%	78,57%
Margen Bruto	22,28%	21,95%	22,07%	23,32%	22,01%	21,43%
Gastos Administrativos y Generales	17,45%	17,06%	17,34%	18,49%	16,83%	16,09%
Alquiler	0,74%	0,73%	0,72%	0,66%	0,61%	0,57%
Depreciaciones y Amortizaciones	1,98%	2,02%	2,17%	2,07%	2,05%	2,00%
EBIT	2,12%	2,15%	1,84%	2,10%	2,52%	2,78%
Gastos de Intereses Netos	-0,91%	1,12%	-0,22%	0,45%	-1,03%	-0,83%
EBT	1,20%	3,26%	1,62%	2,54%	1,49%	1,96%
Impuesto a la ganancia	-0,33%	0,74%	0,38%	0,59%	0,28%	0,44%
Ganancia atribuible grupo no dominante	-0,01%	-0,03%	-0,12%	0,00%	0,01%	0,00%
Ganancia Neta	1,55%	2,55%	1,36%	1,95%	1,20%	1,51%

Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

Todos los rubros del estado de resultados en general se observan muy estables a lo largo de los seis años analizados. La única excepción se presenta en el 2018 donde la ganancia neta supera el 2% sobre las ventas, situación que no sucede en ninguno de los otros años analizados.

Margen Bruto

En relación con los costos asociados a las ventas, se observa que se encuentran en promedio cerca del 80% del total de ventas. Esto genera que el margen bruto esté cercano al 20% de las ventas.

En el año 2020 se muestra el mayor margen bruto, esto se explica principalmente por la disminución de las ventas de combustible, que tienen una tasa de margen bruto más baja y negociaciones efectivas para lograr ahorros en el costo de los productos vendidos y la disminución de costos de transporte y publicidad.

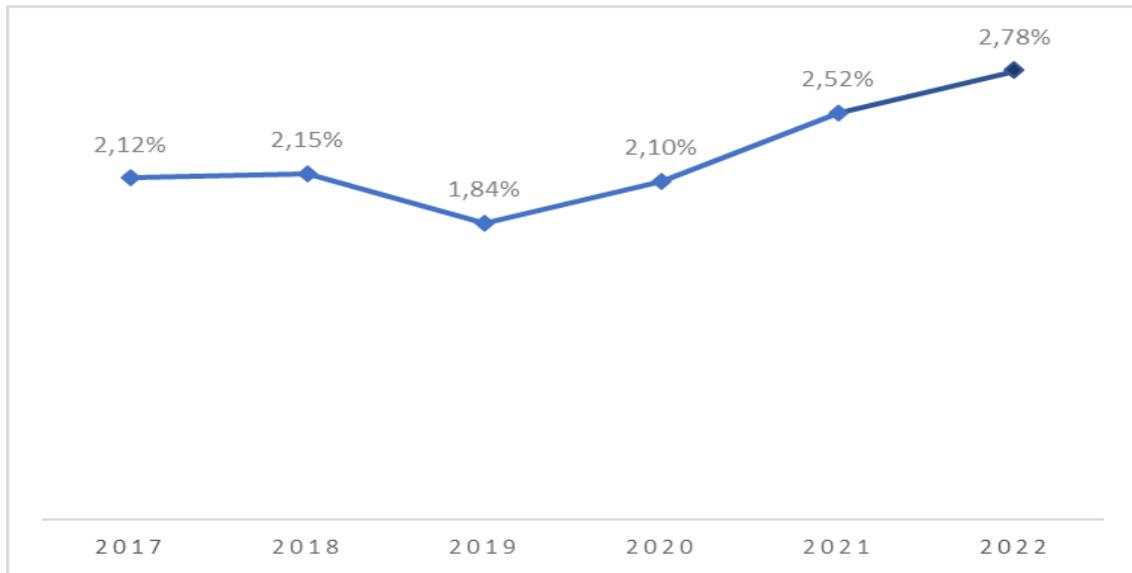
Por otro lado, como se mencionó, del 2020 al 2021 aumentaron las ventas de combustibles que tienen un margen bruto menor lo que explica en parte la disminución del margen observado. Finalmente, en 2022 se percibe una reducción del margen bruto de la compañía explicado nuevamente por el aumento de las ventas de combustible y en parte por un aumento del precio al cual se ingresan los inventarios.

Margen operativo

Entendemos como margen operativo a la relación que hay entre las ganancias antes de impuestos y las ventas.

Podemos observar la evolución de este margen tanto en la tabla 8 como en la gráfica 15.

Gráfica 15: Evolución del margen operativo (2017 -2022)



Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

Analizando la evolución de este indicador, se observa que a pesar de haberse mantenido en un rango de valores cercanos al 2% durante el periodo analizado, muestra una tendencia alcista. Un aumento del margen operativo está relacionado con una mejora en la estrategia de la compañía, dado que se entiende que está ganando más por cada dólar de venta generado. Dado todo lo anterior, podemos decir que la posición financiera de Kroger ha aumentado en los últimos años y no se encontraron indicios de un cambio de esta situación en el futuro.

Se analizaron las razones por las cuales los márgenes operativos muestran una mejora desde 2019. El aumento que se ve del 2019 a 2020, donde el indicador pasa de 1,84% a 2,10% está explicado principalmente por una mejora en las ventas excluyendo las ventas de gasolina, dada la pandemia, un aumento del margen bruto y una disminución de los alquileres y gastos de depreciaciones y amortizaciones.

En lo que respecta al incremento observado del 2020 al 2021, este estuvo principalmente impulsado por una disminución de los costos administrativos.

El aumento del margen operativo del 2021 al 2022 fue principalmente impulsado por una reducción de sus costos administrativos, explicado principalmente por una disminución de las contribuciones a los planes de seguridad social de sus empleados y una mejora en la política de reducción de costos que logró mostrar eficiencias durante el 2022.

Resumiendo, las principales causas detrás de los aumentos en los márgenes operativos, se observa que estas estuvieron relacionadas con un aumento de las ventas por la pandemia y a su vez por una mejora en la estructura de costos principalmente administrativos.

4.3 Análisis del Estado de Situación Patrimonial

A continuación, se analiza el Estado de Situación Patrimonial de The Kroger Company para los años 2017 a 2022 para entender cuáles son los activos con los que cuenta, sus pasivos y su patrimonio neto.

Se trata de describir su estructura de financiamiento y la evolución de esta en el periodo analizado.

Para el estado de situación patrimonial también se realizó un análisis porcentual con el fin de poder analizar mejor las variaciones. Este se observa en la tabla 9. (En el anexo se puede encontrar este expresado en valores nominales).

Tabla 9: Estado de Situación Patrimonial de The Kroger Company (expresado en valores porcentuales)

Estado de Situación Patrimonial	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Activo						
Efectivo y equivalentes de efectivo	0,9%	1,1%	0,9%	3,5%	3,7%	2,0%
Cuentas a cobrar	4,4%	4,2%	3,5%	3,9%	4,8%	6,0%
Inventarios	17,6%	18,0%	14,6%	15,6%	17,8%	20,3%
Otros activos corrientes	7,0%	5,1%	3,5%	4,4%	4,6%	5,0%
Total activo corriente	29,9%	28,3%	24,1%	25,7%	24,8%	25,5%
Activos fijos	56,6%	56,8%	44,9%	49,5%	62,4%	66,5%
Activos en arrendamiento operativo	0,0%	0,0%	14,0%	15,0%	17,6%	17,9%
Activos intangibles	3,0%	3,3%	2,2%	2,2%	2,5%	2,4%
Goodwill	7,9%	8,1%	6,3%	6,8%	8,1%	7,8%
Otros activos no corrientes	2,6%	3,5%	3,2%	6,4%	6,3%	4,7%
Total activo no corriente	70,1%	71,7%	75,9%	74,3%	75,2%	74,5%
TOTAL ACTIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Pasivo						
Deuda de corto plazo	9,6%	8,3%	4,3%	1,9%	1,1%	2,6%
Cuentas a pagar	15,7%	15,9%	14,0%	13,7%	14,5%	14,3%
Provisión costos de personal	3,0%	3,2%	2,6%	2,9%	3,5%	3,5%
Otros Pasivos corrientes	9,9%	10,1%	10,5%	13,1%	14,1%	14,2%
Total pasivo corriente	38,2%	37,4%	31,5%	31,6%	33,3%	34,7%
deuda de largo plazo	32,3%	31,7%	26,8%	25,7%	26,1%	24,3%
Pasivos por arrendamiento operativo	0,0%	0,0%	14,4%	13,4%	13,1%	12,8%
Pasivos diferidos	4,2%	4,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,4%
Otros pasivos no corrientes	6,7%	6,2%	5,2%	6,6%	5,2%	4,6%
total pasivo no corriente	43,3%	42,0%	49,6%	48,8%	47,5%	45,1%
TOTAL PASIVO	81,4%	79,4%	81,1%	80,4%	80,8%	79,8%
Patrimonio Neto						
Capital (en acciones comunes)	5,2%	5,0%	4,2%	3,9%	3,9%	3,9%
Aportes de capital	8,5%	8,5%	7,4%	7,1%	7,5%	7,7%
Ganancias acumuladas	45,7%	51,6%	46,4%	47,3%	49,0%	51,6%
Perdidas acumuladas	-1,3%	-0,9%	-1,4%	-1,3%	-1,0%	-1,3%
Acciones propias en cartera	-39,5%	-43,6%	-37,5%	-37,4%	-40,2%	-41,6%
Total patrimonio neto de los accionistas	18,6%	20,7%	19,0%	19,7%	19,3%	20,2%
Intereses Minoritarios	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	-0,1%
TOTAL PATRIMONIO NETO	18,6%	20,6%	18,9%	19,6%	19,2%	20,2%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

Como se mencionó, analizar el estado de situación patrimonial permite comprender cómo se encuentra conformada la compañía, así como su estructura de financiamiento.

En primera instancia, analizaremos el activo de la compañía. En consideración al efectivo o caja de Kroger vemos un claro aumento a lo largo de los años del peso de esta categoría sobre el total del activo. Este aumento podemos verlo principalmente del 2019 al 2020 y manteniéndose en el 2021, para luego encontrar una disminución de caja en 2022. Esto está en parte relacionado con la pandemia mundial que llevó a las empresas a enfrentar gastos extraordinarios relacionados al cuidado contra el COVID19, así como otros.

Es esperable que Kroger mantenga un porcentaje mayor de caja para poder enfrentar estos posibles costos extras. Sin embargo, a pesar de este aumento en el porcentaje, el peso del efectivo o caja sobre el total de activos fue poco representativo sobre el activo total. Esto condice con cómo se esperaría que la empresa se maneje ya que tener activos en efectivo no es rentable.

Respecto a la categoría de cuentas a cobrar se observa una tendencia estable en los últimos cinco años con un leve declive a partir del 2019, y en un porcentaje menor al 5% del total del activo. Esto muestra que Kroger tiene un nivel de ventas a crédito poco significativo, lo que guarda relación con el rubro en el cual opera.

Asimismo, al analizar los inventarios de la compañía vemos que estos están en todos los años por debajo del 20%, y que han tenido una tendencia a la baja. Este porcentaje de inventario sobre el total de activos es menor al de sus competidores. Por lo que parecería indicar que Kroger estaba teniendo un buen manejo y rotación de sus inventarios.

Un nivel adecuado de inventarios es de suma importancia para una compañía que opera en el mercado minorista, ya que inventarios excedentes pueden derivar en pérdidas por productos con vencimientos cortos, y en sobrecosto de capital inmovilizado, pero niveles de inventarios bajos pueden significar faltantes en locales, que ocasionarían un impacto negativo en cómo sus clientes visualizan a la empresa.

Por último, los activos corrientes de la compañía muestran un significativo descenso del peso de estos sobre el total de activos, de casi un 30% en el 2017 a un 25% en el 2022. Esta variación podría ser explicada principalmente por una disminución de la cantidad de inventarios que mantiene la empresa.

Analizando ahora los activos no corrientes, se ve la situación contraria. El peso de estos aumentó un 4,4% del 2017 al 2022. Este impacto sería explicado principalmente porque a partir del 2019 se empieza a incluir activos en arrendamiento operativo. Esto estaría relacionado con ciertos locales, almacenes, y oficinas que Kroger comenzó a alquilar en ese año, con contratos variando entre 10 a 20 años generando que estos sean considerados activos fijos.

El principal componente de los activos no corrientes de Kroger son sus activos fijos, como es habitual en este tipo de empresas, dada la infraestructura fuertemente desarrollada que tienen, con un gran número de locales, así como plantas productivas y

centros de almacenamiento. En la gráfica 10 se muestra como los activos fijos ocupan cerca del 50% del total de los activos de la compañía durante los seis años analizados.

En lo que respecta a los activos intangibles, los mismos se han mantenido estables entre el 2% a 3% sobre el total de activos durante todo el periodo.

Pasando ahora a analizar cómo financian sus activos, observamos que en promedio el 80% es capital de terceros (Pasivos) y el 20% capital propio (Patrimonio neto).

Dentro del pasivo se puede ver una reducción del pasivo corriente de 3,5% del 2017 al 2022. Esto podría ser explicado por una reducción de su deuda de corto plazo, y por una leve reducción de sus cuentas a pagar.

Es importante destacar que las cuentas a pagar suelen ser un financiamiento sin costo, ya que implica extender el pago a sus proveedores. Las empresas de comercio minorista suelen tener un fuerte poder de negociación frente a sus proveedores dado que estos buscan colocar sus productos en las tiendas, lo que los puede llevar a aceptar mayores plazos para el cobro de las facturas emitidas.

Un punto para señalar es que el pasivo corriente de Kroger se encuentra en promedio en 35% mientras que el activo corriente solo llega al 27% en promedio. Esto puede ser de riesgo para la empresa ya que puede significar que las deudas a corto plazo son mayores que los recursos de los que se dispone para cancelarlas. Sin embargo, para empresas del comercio minorista como la analizada esto suele ser un fenómeno común, por lo que no resultaría tan preocupante.

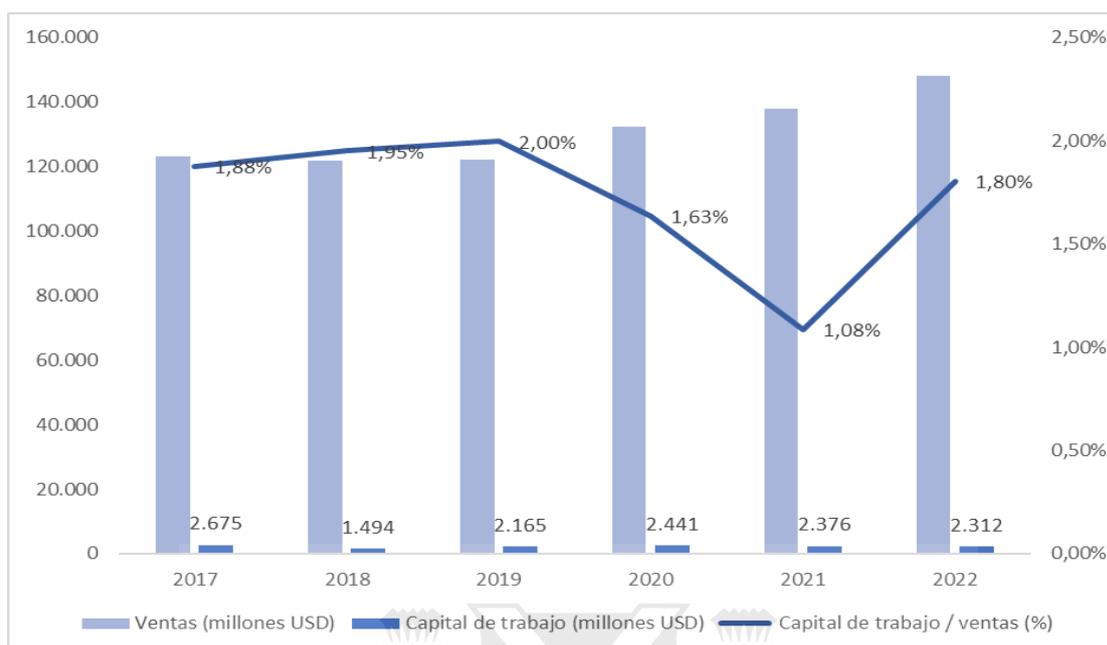
Enfocándonos en los pasivos no corrientes, el principal peso lo tendría la deuda de largo plazo que se encuentra cercana al 26% del total del pasivo. Se observa una reducción de esta de 8% del 2017 al 2022.

4.3.1 Capital de trabajo

Se entiende por capital de trabajo a los recursos que tiene la compañía destinados al ciclo operativo. Es una medida de la capacidad de la empresa para continuar con el desarrollo normal de sus actividades en el corto plazo. Puede calcularse como la diferencia entre los activos y los pasivos circulantes, lo que se conoce como capital de trabajo neto. En lo que se refiere a los activos se incluyen las cuentas por cobrar y el inventario y en lo que respecta al pasivo se consideran las cuentas a pagar.

En la gráfica 16 a continuación se expone la evolución del capital de trabajo de The Kroger Company en los últimos seis años fiscales:

Gráfica 16: Evolución del capital del trabajo sobre el total de ventas (2017- 2022)



Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

Como se puede observar, el capital de trabajo presenta una variación de -14% para el período que va de 2017 a 2022, lo cual se traduce a un CAGR -2%. Si tomamos el promedio de participación sobre las ventas, en los últimos 6 años la participación es de 2%.

Universidad de

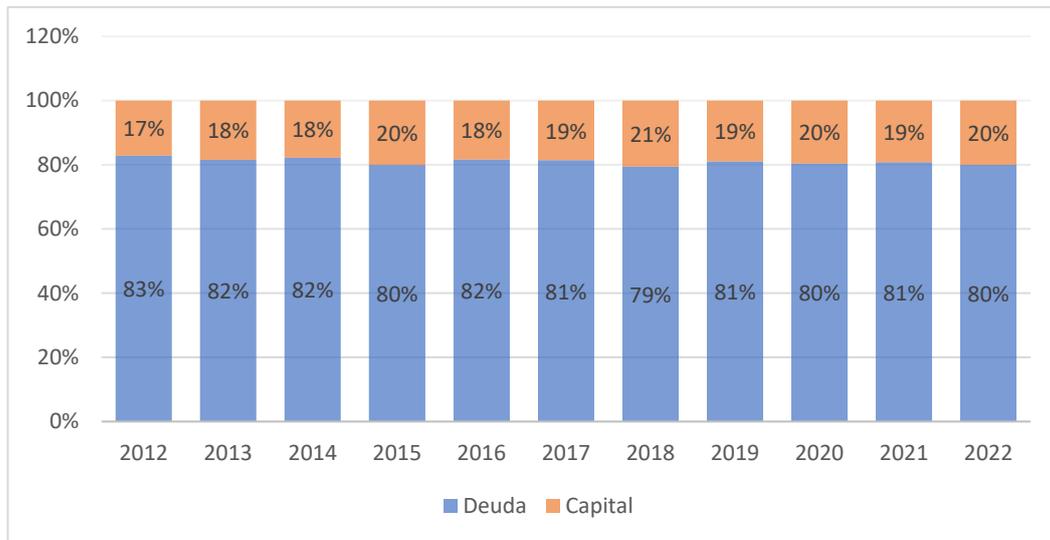
San Andrés

4.3.2 Estructura de capital

Una parte fundamental del análisis financiero es entender correctamente la estructura de capital de Kroger.

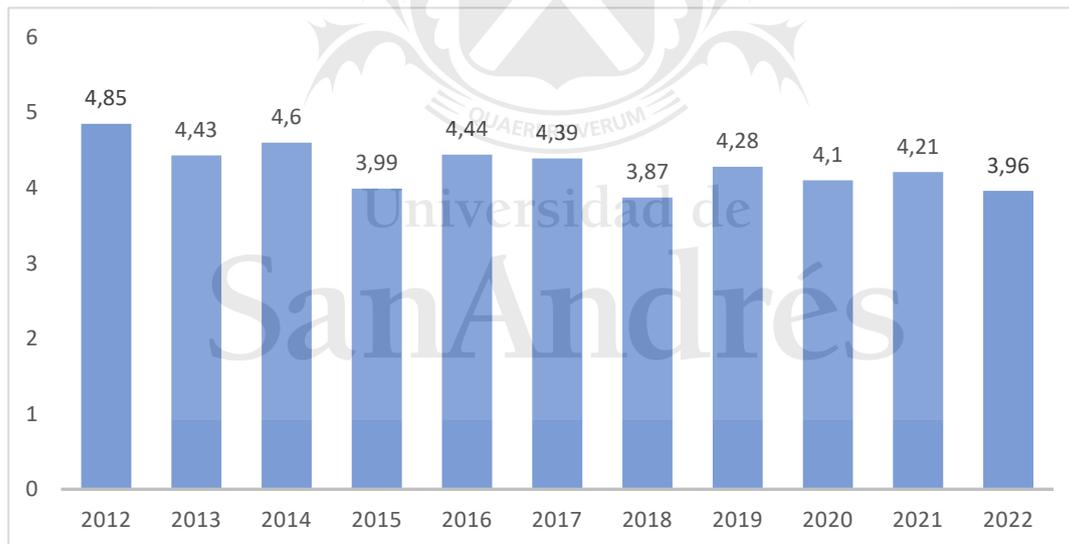
Se puede observar como la deuda abarca en promedio el 80% (entiéndase como el pasivo de la compañía) del total de financiamiento que recibe mientras que el capital privado engloba cerca del 20% (siendo este el patrimonio neto). Si bien, la empresa cotiza en bolsa desde hace varios años, su principal fuente de financiamiento es mediante emisión de deuda. Este efecto sería observable tanto en la tabla 10 como en la gráfica 17 donde se presenta la proporción de deuda/capital desde el 2012 al 2022.

Gráfica 17: Evolución de la estructura de capital de The Kroger Company



Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2012-2022)

Gráfica 18: Evolución del ratio deuda sobre capital de The Kroger Company



Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2012-2022)

En la gráfica 18 que muestra el ratio deuda sobre capital, se visualiza también la estabilidad de la estructura de capital de Kroger. En los últimos 10 años se ve una reducción de este de tan solo 0,89%. Esto nuevamente fortalece nuestra postura sobre la estabilidad de la estructura de capital de Kroger.

Dado todo esto podemos concluir que la estructura de capital que la empresa mantiene muestra un alto nivel de apalancamiento, como fue anteriormente mencionado en el análisis cualitativo de la compañía.

4.4 Inversiones de capital

Otro punto de vital importancia a analizar es cómo la empresa maneja sus inversiones de capital. Entendemos como inversiones de capital todo dinero que se invierte en los activos físicos de una compañía.

Según datos tomados del Factbook 2022 publicado por The Kroger Company en 2023, la empresa distribuye su capital de una manera balanceada y siguiendo una estrategia que tiene como objetivo crear valor para los accionistas de la compañía tanto en el corto como en el largo plazo.

Durante el proceso de distribución de capital, toman en consideración tanto los retornos esperados, como el riesgo asociado a cada inversión. El programa que se presenta a continuación, de las inversiones de capital es 100% financiado por el flujo de fondos libre de la compañía, por lo que todas las oportunidades de inversión son evaluadas y solo reciben financiación aquellos proyectos que tienen los mayores retornos asociados.

Kroger divide sus inversiones de capital en cuatro grandes categorías las cuales denomina de la siguiente forma: crecimiento de ganancias, aceleración digital, expansión de márgenes y mantenimiento del negocio.

Dentro de la categoría de crecimiento de ganancias clasifican todas las inversiones relacionadas a proyectos de almacenamiento y remodelación de gran porte de sus locales, así como cualquier iniciativa que aumente la participación de mercado de la compañía.

Estos proyectos se priorizan según el potencial de mercado que tengan y su retorno asociado. Tienen como objetivo principal generar un aumento de las ventas en las localidades de ventas físicas. Estas inversiones están vinculadas al modelo financiero de largo plazo de Kroger que requiere un crecimiento anual de las ventas del 2% al 4%, de forma de lograr posicionarse en el mercado de forma competitiva. Estas iniciativas están impulsadas por lanzamientos de programas de ventas, nuevas iniciativas estratégicas y mejoras en las ya existentes.

Respecto a las inversiones categorizadas bajo aceleración digital, se incluye un complejo portafolio de proyectos que están enfocados principalmente en mejorar la experiencia de los usuarios haciendo hincapié en el desarrollo de la plataforma de comercio digital de la compañía. Es decir, se trata de aumentar la cantidad de usuarios que acceden a los sitios web, mientras que al mismo tiempo se crean oportunidades para generar flujos de ganancias alternativos, de forma de cumplir con el objetivo de ventas a través de sus canales digitales.

Por otro lado, nos encontramos con todas las inversiones relacionadas a lo que ellos llaman expansión de los márgenes de la compañía.

Principalmente son inversiones focalizadas en evitar pérdidas innecesarias dentro del negocio, construir cadenas de suministro que permitan la optimización de sus canales de distribución y una mayor eficiencia en sus procesos.

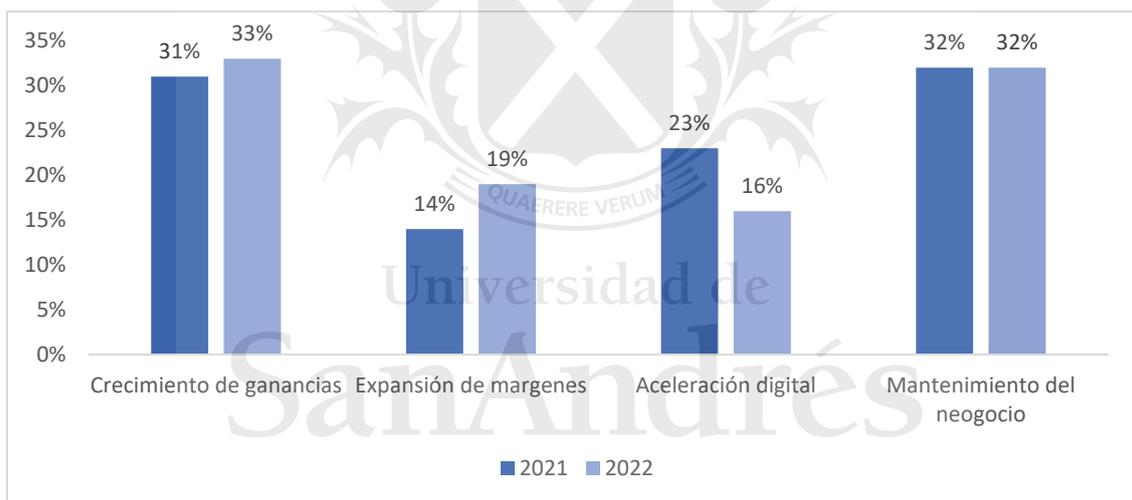
El capital invertido en esta categoría es principalmente destinado a nuevas tecnologías y procesos que reduzcan los costos del negocio de forma que se puedan luego invertir las ganancias generadas en temas de interés para los clientes.

Por último, se encuentran las inversiones categorizadas bajo mantenimiento del negocio. Esta categoría engloba todo el mantenimiento, reparaciones, y activos que sean necesarios para dar soporte al día a día del negocio. Principalmente dirigido al mantenimiento de infraestructura de los locales.

En la gráfica 19 podemos observar la proporción sobre el total de las inversiones de capital que fue dedicado para cada una de las categorías en 2021 y 2022. Se observa una cierta estabilidad de un año para el otro para las categorías de mantenimiento del negocio y crecimiento de ganancias.

En el caso de la categoría aceleración digital se observa una disminución del porcentaje de capital invertido el cual pasó a invertirse en proyectos que estén categorizados como expansión de márgenes.

Gráfica 19: Inversiones de capital de The Kroger Company

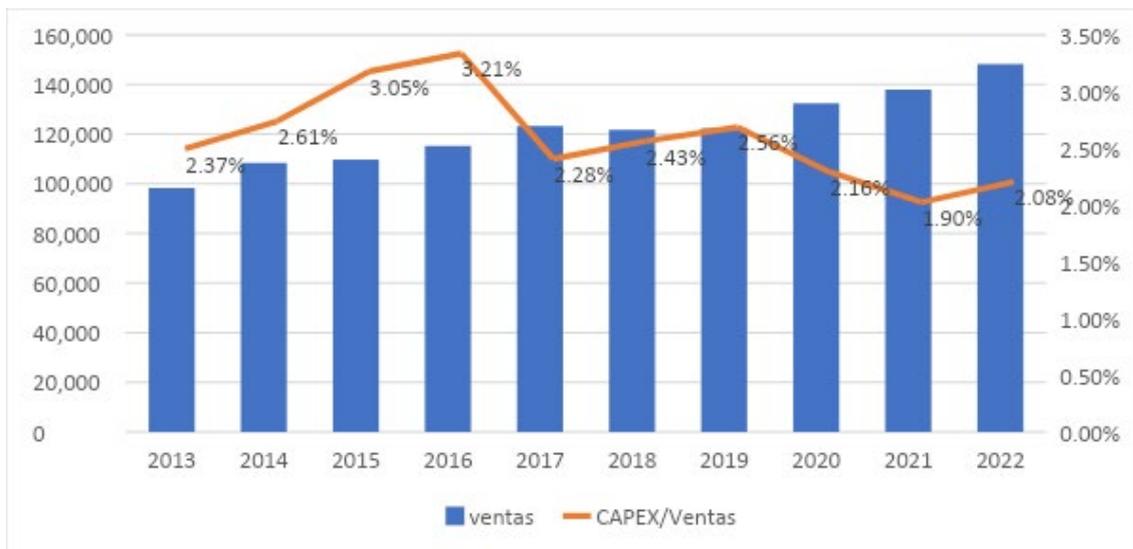


Fuente: Factbook 2022 de The Kroger Company

Al analizar a su vez los montos totales invertidos en inversiones de capital se observa que durante 2021 se invirtieron USD 3,2 miles de millones de dólares, mientras que en 2022 fueron invertidos USD 3,3 miles de millones de dólares. Esto muestra un aumento de lo invertido en capital de un año para el otro.

Asimismo, se representa en la gráfica 20 los gastos totales de CAPEX como porcentaje de las ventas para el periodo 2013-2022. De esta forma podemos ver qué porcentaje de los ingresos de la compañía es reinvertido en inversiones de capital.

Gráfica 20: Evolución de CAPEX como porcentaje de las ventas



Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2013-2022)

Se observa un aumento en los gastos en inversiones de capital hasta el 2016 el cual comienza a disminuir a partir del 2017 y encuentra su punto más bajo en el 2021. En 2022 se vuelve a ver un aumento de los gastos de CAPEX.

4.5 Análisis de Ratios Financieros

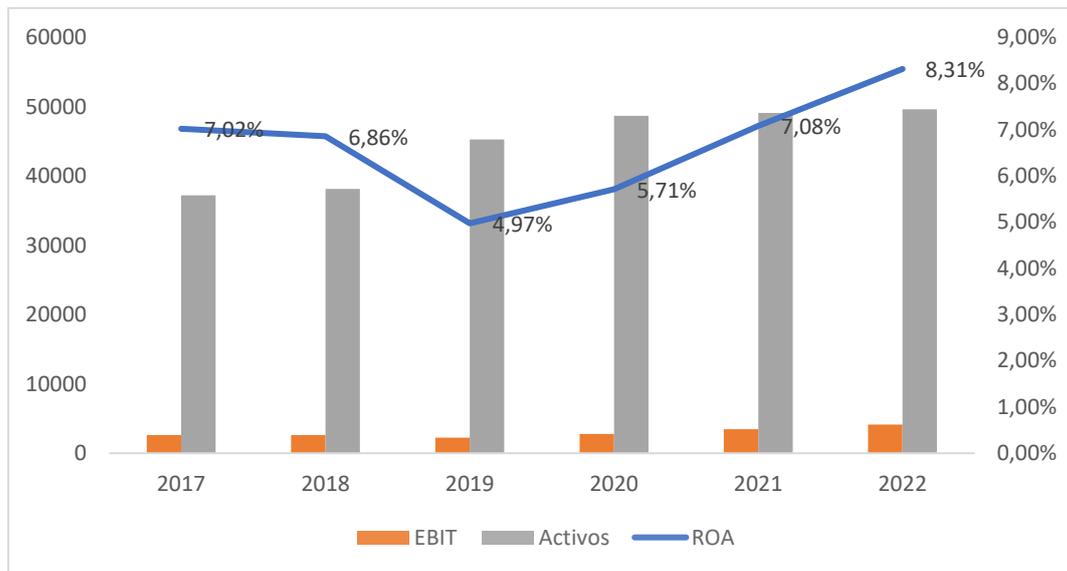
Uno de los instrumentos más usados para realizar análisis financiero de empresas es el uso de ratios. Estos presentan una perspectiva amplia de la situación financiera, y se dividen en tres grandes categorías: ratios de rentabilidad, de liquidez y de solvencia.

4.5.1 Ratios de rentabilidad

Los ratios de rentabilidad representan el grado de generación de utilidades para los accionistas y la propia empresa. En esta sección serán analizados el ROE y el ROA de Kroger.

ROA significa Retorno sobre los activos, y es un indicador que mide la rentabilidad del total de activos de la compañía independientemente de la fuente de financiamiento. Este indicador es calculado como EBIT dividido total de activos (Damodaran, 2007). Permite medir la eficiencia de la empresa para generar beneficios propios con sus recursos. En la gráfica 21 se observa la evolución de este indicador en los últimos 6 años, así como la evolución de los activos totales y EBIT de Kroger. Se puede ver cómo a partir del 2019 se ve una mejora de este indicador explicado principalmente por un aumento de la ganancia operativa de la compañía.

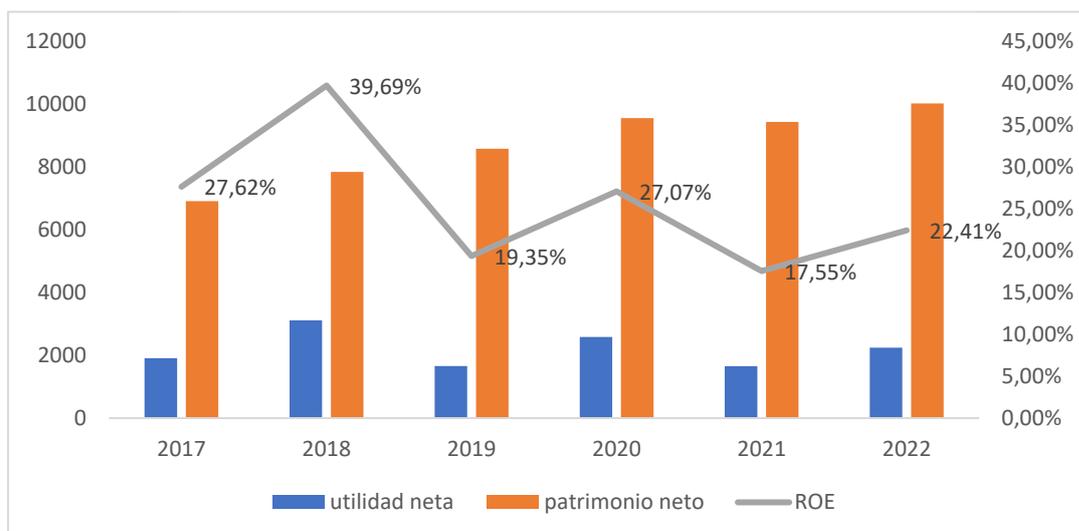
Gráfica 21: Evolución del ROA, EBIT y activos totales de The Kroger Company



Fuente: reportes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

Por otra parte, tenemos el ROE, o Retorno sobre patrimonio neto, que lo que mide es la rentabilidad financiera de la compañía. Se calcula como las utilidades netas de la empresa dividido el patrimonio neto de esta. En la gráfica 22 se observa la evolución de este indicador, así como la evolución de las principales variables que lo componen. Se nota una baja de este en el periodo analizado, pero con fuertes variaciones.

Gráfica 22: Evolución del ROE, utilidad neta y patrimonio neto de The Kroger Company



Fuente: reportes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

El cálculo del ROE nace de la Fórmula de Dupont. Esta es una herramienta que tiene como objetivo identificar si la empresa está usando de manera eficiente sus recursos. Busca entender cómo se están generando los resultados de la compañía de forma de poder reconocer cuales son los principales factores detrás de estos resultados. La fórmula es la siguiente (Damodaran, 2007):

$$ROE = \underbrace{\frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Ventas}}}_{\text{Margen Neto}} \times \underbrace{\frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}}}_{\text{Rotación de activos}} \times \underbrace{\frac{\text{Activos}}{\text{Patrimonio}}}_{\text{Apalancamiento}}$$

Esta fórmula lleva a que se pueda analizar el ROE separándolo en tres ratios: margen neto, rotación de activos y multiplicador de capital. Siendo el margen neto el porcentaje de ganancia que se consigue en promedio con cada venta, la rotación de activos el número de veces al año que rotaron los activos para poder llegar a el valor de ingresos, y por último el multiplicador de capital refleja el apalancamiento financiero de la empresa.

Basados en esta premisa de cálculo del ROE, se puede identificar mediante la fórmula de Dupont la forma en que la compañía obtiene su rentabilidad, lo cual permite tener una mejor identificación de las fortalezas y debilidades de esta.

Teniendo todo esto en consideración pasaremos a analizar cuáles son las fuentes que llevan a los valores de ROE que se observan. Analizando estos datos podemos observar como, por ejemplo, en el 2018, año el cual presenta el ROE más alto, el aumento del ROE es explicado por un incremento del margen neto. Mirando el resto de los años parecen también indicar que el principal responsable por la variación en el ROE es el margen neto ya que es el que presenta mayores variaciones. En lo que respecta a la rotación del activo se ha mantenido estable en los últimos cuatro años. Para el apalancamiento se muestra estable en los años 2019 a 2021 pero luego en 2022 disminuye, lo cual está explicado por un incremento del patrimonio neto ese año.

Tabla 10: Descomposición del ROE por sistema Dupont

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Margen neto	1,55%	2,55%	1,36%	1,95%	1,20%	1,51%
Rotación de activos	3,31	3,20	2,70	2,72	2,81	2,99
Apalancamiento	5,39	4,87	5,28	5,10	5,21	4,96
ROE	27,62%	39,69%	19,35%	27,07%	17,55%	22,41%

Fuente: reportes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

4.5.2 Ratios de liquidez

Se utilizan para medir el grado de liquidez que tiene una empresa, es decir, si va a ser capaz de pagar sus deudas al vencimiento. Los más utilizados son liquidez ácida o prueba ácida y liquidez corriente. La prueba ácida determina la capacidad de pago de la empresa sin la necesidad de realizar sus inventarios, por lo que solo tiene en cuenta la cartera, el efectivo y algunas inversiones. El motivo para restarlos es porque los activos que forman parte del inventario son los menos líquidos. Por otro lado, el ratio de liquidez corriente indica la proporción de deudas a corto plazo que se pueden cubrir con elementos del activo. Debajo se puede ver en la tabla 11 el cálculo de ambos ratios en los últimos seis años.

Tabla 11: Evolución ratios de liquidez

Liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Liquidez Corriente (Activo Corriente/Pasivo Corriente)	0,78	0,76	0,76	0,81	0,75	0,74
Prueba Ácida ((Activo Corriente - Inventario)/Pasivo Corriente)	0,32	0,28	0,27	0,35	0,33	0,30

Fuente: reportes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

Podemos ver como ambos ratios de liquidez se han mantenido a lo largo del periodo analizado prácticamente incambiados, demostrando con esto que Kroger parecería ser una empresa financieramente solvente y con capacidad de repago.

4.5.3 Ratios de solvencia

Informan acerca del nivel de deudas que posee una empresa en relación con su patrimonio neto. Muestran la capacidad de pago de la empresa para cumplir con el total de sus obligaciones. Analizan si los ingresos generados por la firma son suficientes para cubrir el pago de los compromisos financieros asumidos y si existe caja excedente para continuar expandiéndose o para generar dividendos para sus accionistas. También se utilizan para entender la estructura de capital y el riesgo financiero al que la compañía está expuesta.

Son tres los principales ratios que se utilizan para analizar la solvencia, o el endeudamiento que tiene una compañía. Tenemos el ratio de endeudamiento, ratio de cobertura y ratio de autonomía.

Tabla 12: Evolución ratios de solvencia

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Endeudamiento (Pasivo Total/ Activo Total)	0,81	0,79	0,81	0,80	0,81	0,80
Autonomía (Pasivo Total/Patrimonio Neto)	4,39	3,87	4,28	4,10	4,21	3,96
Cobertura (EBIT/ Intereses)	4,35	4,22	3,73	5,11	6,09	7,71

Fuente: reportes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

El ratio de endeudamiento muestra cuanto de los activos son financiados por terceros. Vemos que se para Kroger se mantiene incambiado en 80%. Esto coincide con el análisis realizado anteriormente del estado de situación patrimonial de la empresa.

El ratio de autonomía o ratio deuda capital muestra que tan apalancada se encuentra una compañía. Mayor apalancamiento a tasas bajas significa mayor rentabilidad para el accionista, pero también implica un potencial riesgo en caso de que la empresa tenga problemas de liquidez o años de baja o nula rentabilidad. Se observa que el pasivo fue en promedio 4,14 veces el patrimonio neto, lo que significa que la compañía se encuentra altamente apalancada. Cabe destacar que este indicador se ha mantenido estable en los últimos seis años.

Por último, se analiza el ratio de cobertura, el cual tiene como objetivo entender si la compañía puede afrontar el pago de intereses con su resultado operativo. Vemos que en todos los periodos analizados el EBIT podía cubrir los intereses. Se ve también un fuerte crecimiento de este indicador, que se duplica prácticamente desde el 2018 a 2022.

Dado todo lo analizado, estaríamos frente a una empresa con un significativo grado de apalancamiento, pero que en principio no presentaría signos de tener problemas para poder enfrentar sus obligaciones tanto de corto como largo plazo.

4.5.4 Comparación con la competencia

A continuación, se realizará un análisis de algunos de los principales indicadores hasta ahora vistos en comparación con sus competidores directos. Los competidores elegidos para este análisis fueron aquellos que se considera tienen similares líneas de negocios a la empresa. Para esta comparación se utilizan las siguientes empresas: Target, Walmart y Albertsons.

Tabla 13: Ratios de rentabilidad comparados con la competencia

Indicadores de Rentabilidad	Kroger	Walmart	Target	Albertsons
ROA	8,31%	8,40%	7,21%	8,82%
ROE	22,41%	13,95%	24,75%	93,98%
Margen neto	1,51%	1,93%	2,58%	1,95%
Margen EBITDA	4,78%	5,18%	6,09%	5,30%
Margen Operativo	2,78%	3,37%	3,58%	2,97%

Fuente: reportes anuales de Walmart, Target, The Kroger Company y Albertsons Company (2022)

En lo que respecta a los indicadores de rentabilidad Kroger presenta menores márgenes tanto neto, como margen EBITDA y margen operativo que sus competidores. Presenta un ROA en línea con el resto de las empresas analizadas superando a Target. Por último, muestra un ROE inferior al de Target y Albertsons pero mayor al que presenta Walmart. Considerando lo anterior, parecería que en lo que respecta a la rentabilidad Kroger presentaría menores resultados que sus competidores.

Tabla 14: Ratios de liquidez comparados con la competencia

Indicadores de Liquidez	Kroger	Walmart	Target	Albertsons
Liquidez Corriente	0,74	0,82	0,92	0,74
Prueba Ácida	0,30	0,21	0,22	0,18

Fuente: reportes anuales de Walmart, Target, The Kroger Company y Albertsons Company (2022)

Al examinar los indicadores de liquidez de las empresas utilizadas para comparar podemos ver que presentan un mayor ratio de liquidez corriente que Kroger nuevamente, sin embargo al quitar los inventarios vemos que Kroger pasa a tener el mayor valor en el indicador de prueba ácida por lo que presentaría una mayor solvencia a corto plazo que sus competidores.

Tabla 15: Ratios de solvencia comparados con la competencia

Indicadores de solvencia	Kroger	Walmart	Target	Albertsons
Endeudamiento	0,80	0,66	0,79	0,94
Autonomía	3,96	1,90	3,75	15,25
Cobertura de intereses	7,71	10,90	8,05	5,60

Fuente: reportes anuales de Walmart, Target, The Kroger Company y Albertsons Company (2022)

En lo que respecta a los índices de solvencia Kroger presentaría una mejor posición que Albertsons pero menor que Walmart y Target. Sin embargo, respecto a Target muestra valores muy similares por lo que podría decirse que su estructura de capital es semejante. De las cuatro compañías Walmart muestra en todos los casos los mejores indicadores de solvencia.

Tabla 16: Ratios propios de la industria de Kroger y de la competencia

Indicadores de la industria	Kroger	Walmart	Target	Albertsons
CAGR 5 años	4,0%	3,5%	7,6%	5,1%
Same Store Sales	5,6%	6,6%	2,2%	6,9%

Fuente: reportes anuales de Walmart, Target, The Kroger Company y Albertsons Company (2022)

En lo que refiere al crecimiento en ventas podemos observar que el CAGR de ventas de 5 años es menor que el de Target o Albertsons pero mayor al que presenta Walmart.

Por otro lado, se muestra el indicador Same Store Sales. Se tomaron el Same Store Sales excluyendo combustible también de Walmart y Albertsons para poder comparar de forma correcta. En el caso de Target no presenta ventas de combustible.

Al mirar el Same Store Sales se ve como Kroger muestra un crecimiento nuevamente inferior al de sus competidores, pero sin dejar de presentar un buen índice de crecimiento de ventas.

Analizando estos datos se observa cómo a pesar de que Kroger es una empresa consolidada en la industria y con una gran cuota de mercado, como fue visto en el análisis de la industria, al analizar diversos indicadores y compararla con la competencia muestra un menor rendimiento que está.

5. Valuación de The Kroger Company por Flujos de Fondos Descontados

5.1 Marco Teórico de una valuación por Flujo de Fondos Descontados

En este capítulo se buscará estimar el valor de Kroger mediante la utilización de la metodología de flujos de caja descontados. Dicha metodología se basa en el supuesto de que el valor de un activo puede ser estimado a partir del valor presente de los flujos de caja futuros que se espera que genere. Se considera además que todo activo cuenta con un valor intrínseco que puede ser calculado en función de la generación de caja futura, su crecimiento y su nivel de riesgo.

Para aplicar esta metodología es necesario determinar ciertas variables clave, tales como la vida útil del activo, la estimación de los flujos de caja futuros, la tasa de descuento utilizada para valorar dichos flujos y el valor terminal del activo. Este enfoque resulta particularmente útil para valorar empresas con una trayectoria consolidada en el mercado como es el caso de Kroger, permitiendo una estimación precisa de los flujos recurrentes de caja (Fernandez, 2007)

En consideración con la tasa de descuento, en este modelo representa el retorno que requiere el inversor para invertir en el activo en cuestión. Esta tasa incorpora tanto el costo de oportunidad como el nivel de riesgo asociado a dicha inversión. Se la conoce también como el costo del capital.

En este caso, para calcular el costo del capital requerido o tasa de descuento, se utilizará el modelo WACC “Weighted Average Cost of Capital”, que implica una estimación precisa del costo de capital y la proporción de financiamiento en términos de capital y deuda. Específicamente, se deberán considerar el costo del capital propio o capital, el costo de la deuda y la proporción de capital y deuda sobre el total de los activos a precio de mercado (Damodaran, 2011) Se detalla debajo la ecuación utilizada para el cálculo de la tasa de descuento o tasa WACC.

$$WACC = \text{Costo del Capital propio} \times \left(\frac{\text{Capital propio}}{\text{Deuda} + \text{Capital propio}} \right) + \text{Costo Deuda} \times (1 - t) \times \left(\frac{\text{Deuda}}{\text{Deuda} + \text{Capital propio}} \right)$$

Se pasará a describir cómo nosotros hemos hallado cada uno de los términos descritos en la ecuación. El primer término a determinar será el costo de capital accionario. Para esto se utilizará el modelo CAPM “Capital Asset Pricing Model”. Este modelo se basa en el supuesto de que la tasa de descuento se compone por una tasa libre de riesgo y una prima que cobra el mercado por el riesgo asumido, ajustada mediante un factor conocido como beta. Beta es una medida de la volatilidad de un activo en comparación con el mercado en general, mientras que la prima de riesgo surge de la diferencia entre el rendimiento del mercado y el rendimiento de los activos libres de riesgo. Debajo se describe la ecuación mencionada.

$$\text{Costo del Capital Propio} = \text{Tasa Libre Riesgo} + (\text{Beta} \times \text{Prima de Riesgo})$$

Para calcular la tasa libre de riesgo, se suelen utilizar los bonos del tesoro americano, específicamente T-bills o T-bonds debido a su riesgo casi nulo asociado. Cabe destacar que, aunque el riesgo asociado a estos activos no es nulo, son los activos con menor riesgo que se ven en el mercado debido a que están respaldados por el gobierno estadounidense.

En lo que respecta al cálculo del beta, una de las formas de calcularlo es mediante una regresión lineal simple entre el retorno de la acción de la compañía y el retorno del índice S & P 500 en un cierto periodo considerado. En el caso de Kroger, la estimación del beta puede presentar dificultades, ya que se puede encontrar influenciado por las fluctuaciones del mercado de los últimos años.

Si se toman por ejemplo los últimos 3 años, se estaría considerando un periodo de alta volatilidad relacionado a los cambios bruscos del mercado dada la pandemia, y el beta final podría verse alterado.

Para una mayor precisión, es necesario que los datos históricos abarquen un período de tiempo lo suficientemente grande como para disipar las grandes variaciones, o seleccionar un intervalo sin valores considerados como atípicos. Cualquier cambio en la estimación de beta influye directamente en la tasa de descuento, lo que afecta la precisión del cálculo del costo del capital accionario.

Finalmente, se debe realizar la estimación de la prima de riesgo. Esta es obtenida mediante el cálculo de los retornos históricos del mercado y sustrayendo luego de este valor la tasa libre de riesgo. Una práctica común para estimar los retornos históricos del mercado es basarse en indicadores como el S & P 500 que consideran el rendimiento de las acciones de las principales 500 compañías que cotizan en bolsa.

Una vez calculada la tasa CAPM o costo de capital propio, es necesario estimar el resto de las variables contenidas en la ecuación del modelo WACC.

Otra de las variables principales a obtener es el costo de deuda. Este es el costo que tiene una empresa hoy en día para poder incurrir en nueva deuda. Cuanto menos confiable sea una empresa, o cuanto mayor sea el riesgo de incumplimiento de pago de esta mayor será la tasa de descuento que se le cobrará al emitir deuda nueva. Este costo se ve también afectado por la tasa libre de riesgo al momento de valorar la empresa y por el riesgo crediticio que tenga la empresa en ese momento. Los métodos más comunes para estimar el costo de la deuda son la identificación de la "yield to maturity" de un bono emitido por la empresa, la obtención del rating crediticio de la misma, o la estimación mediante la "yield to maturity" de un bono de una empresa comparable (Damodaran, 2011)

Una vez calculadas ambas tasas, se puede estimar el costo del capital utilizando la ecuación del modelo WACC. Cabe destacar que el modelo WACC es más confiable en empresas con una estructura de capital estable y puede no ser efectivo ante grandes cambios en la estructura de capital.

Para el caso de Kroger, su estructura de capital se ha mantenido estable en los últimos 10 años, como mencionamos anteriormente, lo que nos haría pensar que no habría cambios significativos en un futuro cercano.

Por lo tanto, el modelo WACC sería una buena herramienta para el cálculo del costo de capital o tasa de descuento para Kroger, y se podría aplicar para descontar los flujos de fondos a ser estimados.

Otro punto que es de vital importancia estimar al momento de utilizar el método de flujos descontados, es el valor terminal.

La valuación por flujos de fondos descontados implica la estimación de los flujos de fondos de la compañía bajo análisis en un periodo determinado, pero generalmente las empresas tienen una vida útil indefinida. Por lo tanto, es necesario sumar al valor presente de los flujos la estimación del valor terminal.

Para determinar dicho valor, se divide el flujo de fondos libre del último periodo proyectado entre la tasa de descuento o costo del capital, disminuida por la tasa de crecimiento prevista para la empresa.

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

La tasa de crecimiento es una variable fundamental en la estimación del valor terminal, ya que refleja el crecimiento perpetuo de la empresa analizada. En el caso de una compañía perteneciente al sector de ventas minoristas como Kroger, la tasa de crecimiento se esperaría que no supere a la del ciclo económico. Dado que el valor terminal usualmente representa una ponderación importante en la valuación final de la empresa, la correcta estimación de la tasa de crecimiento es de suma importancia.

Dado todo lo anterior, se pasará ahora a estimar la tasa de descuento WACC y la tasa de crecimiento de Kroger.

5.2 Cálculo de la Tasa de descuento (WACC)

Con el objetivo de obtener una tasa de descuento adecuada, se procederá a calcular las variables relevantes expuestas en el marco teórico.

A continuación, se presenta el cálculo de cada una de las variables necesarias para este proceso de valoración de los flujos de fondos.

La empresa será valuada al cierre del ejercicio del 2022, en este caso el 28 de enero de 2023 que es el sábado más próximo al 31 de enero. Dado que los sábados el mercado de valores estadounidense se encuentra cerrado y no existen cotizaciones con esa fecha, se utilizará para las variables que sea necesario tomar los valores de mercado la fecha del 30 de enero de 2023, que es el lunes siguiente al cierre del ejercicio contable.

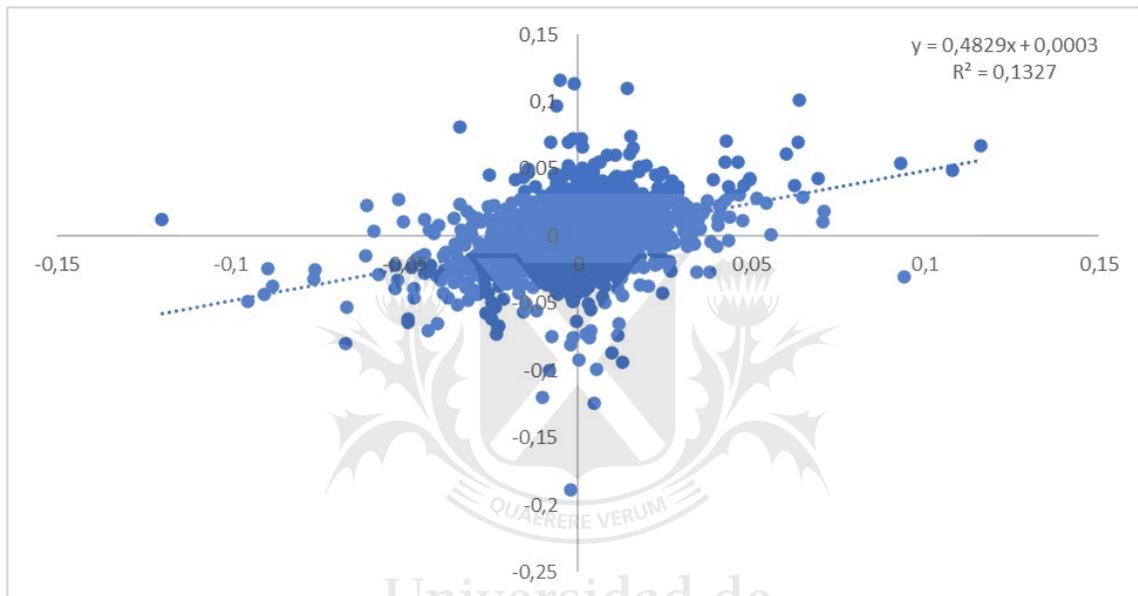
5.2.1 Tasa libre de riesgo

Como fue mencionado previamente, la tasa libre de riesgo suele estar asociada a bonos emitidos por el gobierno americano dado el poco riesgo asociado a estos. Para este trabajo se tomará como libre de riesgo el valor del bono del Tesoro Americano de los Estados Unidos a 10 años al 30 de enero de 2023. El bono a esa fecha tenía una tasa de 3,55%.

5.2.2 Beta o riesgo sistémico

Para determinar el coeficiente de beta de las acciones de Kroger, se lleva a cabo un cálculo de regresión utilizando los retornos diarios de la compañía de los últimos 15 años con relación al índice S & P 500 del mismo período. El resultado de este cálculo fue un beta de 0,48.

Tabla 17: Regresión lineal entre el retorno de la acción de Kroger versus el retorno del S&P 500



Fuente: Investing.com

El valor de beta de 0,48 indica una menor exposición al riesgo y variabilidad del mercado en el que se encuentra Kroger. Podemos inferir que la empresa se encuentra establecida en el mercado de los Estados Unidos, contando con productos de primera necesidad que experimentan generalmente una demanda constante. En consecuencia, el beta calculado se alinea adecuadamente con el modelo de negocio de la compañía.

5.2.3 Prima de Riesgo

Como fue detallado, la prima de mercado se obtiene calculando los retornos históricos del mercado y deduciendo luego a estos la tasa libre de riesgo.

Para el presente análisis, se tomó como referencia el S & P 500, utilizado como medida del rendimiento del mercado. Se calculó el retorno promedio anual del S & P 500 durante los últimos 30 años, lo cual arrojó un retorno anual del 8,94% para dicho periodo. Luego, al restarle la tasa libre de riesgo previamente estimada en 3,55%, se obtuvo una prima de riesgo del 5,39%.

5.2.4 Costo del capital propio

Con todos los valores estimados podemos pasar a calcular el costo del capital propio utilizando la ecuación definida anteriormente:

$$\text{Costo del capital propio} = 3,55\% + (0,48 \times 5,39\%)$$

Esto nos da un costo del capital de 6,14%. Siendo una empresa madura y consolidada en el mercado americano, se puede considerar que es un valor apropiado.

5.2.5 Costo de deuda

En el presente trabajo se calculará el costo de deuda mediante el análisis de la calificación crediticia de la compañía. La calificación crediticia de una compañía puede ser asociada a un spread por default para estimar el costo de deuda (Damodaran, 2011).

Existen dos agencias privadas que califican a las empresas según el riesgo de incumplimiento de pago que tengan frente a los bonos que emiten. Estas empresas son Standard and Poor's y Moody's. Estas empresas realizan las calificaciones de las empresas que lo solicitan basándose en información pública y privada.

Las calificaciones que dan van desde AAA siendo esta la más alta a D siendo esta la menor (S & P), o Aaa siendo esta nuevamente la mayor a D2 (Moody's).

En el caso de Kroger, la empresa está valuada como BBB. Esta es una calificación que le da un estatus de inversión estable, ya que cuenta con adecuada capacidad de pago pero que esté sujeto a cambios económicos adversos que pueden llegar a afectar su posición.

Una vez que se tiene la calificación crediticia de Kroger se debe estimar el spread asociado a los bonos de la compañía. Para esto se utilizó la información publicada por Aswath Damodaran en la cual se relaciona el ratio de cobertura de interés a un rating sintético y basado en esto a un spread asociado a ese rating. La tabla 18 fue generada con información publicada en enero 2023.

Las empresas con una calificación de riesgo BBB como Kroger tienen asociado un spread de 2,0%. A este spread se le debe sumar la tasa libre de riesgo para llegar a el costo de deuda asociado. Como se mencionó anteriormente la libre de riesgo al 30 de enero de 2023 era de 3,55% sumado a el spread del 2,0% nos da un costo de deuda de 5,55%. Esta será la tasa utilizada en este trabajo.

Tabla 18: Ratio de cobertura de interés y spread sintético

>	≤ a	Rating	Spread
-100000	0,199999	D2/D	20,00%
0,20	0,649999	C2/C	17,50%
0,65	0,799999	Ca2/CC	15,78%
0,80	1,249999	Caa/CCC	11,57%
1,25	1,499999	B3/B-	7,37%
1,50	1,749999	B2/B	5,56%
1,75	1,999999	B1/B+	4,55%
2,00	2,249999	Ba2/BB	3,13%
2,25	2,499990	Ba1/BB+	2,42%
2,50	2,999999	Baa2/BBB	2,00%
3,00	4,249999	A3/A-	1,62%
4,25	5,499999	A2/A	1,42%
5,50	6,499999	A1/A+	1,23%
6,50	8,499999	Aa2/AA	0,85%
8,50	100000	Aaa/AAA	0,69%

Fuente: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

5.2.6 Tasa Impositiva

Se considerará como tasa impositiva un 21%. Este valor es el valor impositivo que aplica en los Estados Unidos desde la reforma fiscal del 2018 para los ingresos corporativos y el utilizado por la compañía en sus estados contables.

5.2.7 Composición de deuda

En términos generales, se entiende como deuda todo compromiso financiero que se establece en el presente y que implica el pago de una cantidad determinada en el futuro. Esta deuda puede ser deducida de los impuestos de la compañía y es importante tener en cuenta que cualquier incumplimiento en los pagos acordados puede generar consecuencias graves para la estabilidad financiera de una organización.

Para determinar la composición de la deuda de una empresa, es necesario tener en cuenta aquellos pagos que se realizan en concepto de intereses tanto a corto como a largo plazo, así como los contratos de arrendamiento en todas sus modalidades. Esta información se puede encontrar en el balance general de la compañía, para este análisis se tomará la información al cierre del año contable 2022.

Una vez identificada la suma total de la deuda, es importante considerar las inversiones de corto plazo en la caja, ya que al restarlas se obtiene el valor de la deuda neta. En este caso, la deuda neta de la empresa asciende a un total de \$18.735 millones de dólares.

Tabla 19: Cálculo de la deuda neta de The Kroger Company (millones USD)

Deuda Neta Kroger	
Deuda de corto plazo	1.310
Deuda de largo plazo	12.068
Pasivos por arrendamiento operativo	6.372
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.015
Total de Deuda Neta	18.735

Fuente: reportes anuales de The Kroger Company (2022)

El análisis detallado de la composición y el valor de la deuda de una organización es fundamental para su toma de decisiones estratégicas y su estabilidad financiera a largo plazo.

5.2.8 Composición del capital

El valor del capital es igual a la capitalización bursátil de la empresa en función de los resultados existentes al cierre del ejercicio económico considerado. Es importante destacar que al momento de calcular el capital se debe hacer en términos de valor de mercado y no de libros.

Dado esto, se calcula multiplicando la cantidad de acciones en circulación por la cotización de la acción al momento de la valuación. En el caso de Kroger para calcular la cantidad de acciones en circulación se toman las acciones en poder del público y a estas se les resta las acciones propias que Kroger adquirió y tiene en tesorería.

Al cierre del 2022, el número de acciones a considerar son 727 millones multiplicadas por el precio por acción de USD 44,21 que regía a la fecha, nos arroja una capitalización bursátil de la compañía de USD 32.141 millones. Este representará el valor del capital.

5.2.9 Cálculo del costo promedio ponderado de capital (WACC)

Para calcular el costo promedio ponderado de capital (WACC) se debe tener en cuenta tanto el costo del capital propio como el costo de la deuda. Utilizando las estimaciones previamente calculadas, se obtiene un WACC del 5,49% para la valoración de Kroger al cierre del ejercicio de 2022. Este valor puede ser utilizado como una medida del costo de oportunidad de los fondos invertidos en la empresa y es de gran utilidad en decisiones de inversión y financiamiento.

Tabla 20: Cálculo de la tasa WACC

Calculo Tasa WACC	
Costo del capital	6,14%
Capitalización de mercado (USD millones)	32.141
Costo de deuda	5,55%
Deuda (USD millones)	18.735
Tasa Impositiva	21%
Capitalización de mercado + Deuda (USD millones)	50.876
Tasa WACC	5,49%

En síntesis, la valoración de una empresa requiere de un análisis cuidadoso de las variables que pueden influir el valor presente de sus flujos de fondos futuros. La tasa de descuento o WACC es una herramienta fundamental en este proceso de valoración. Para su cálculo se requiere de la estimación del costo del capital propio y la tasa de interés marginal de la deuda de la empresa. El uso de un marco teórico y la adecuada identificación y análisis de las variables claves nos permitirá obtener una valoración más precisa y realista de Kroger.

5.3 Proyecciones

En esta sección se llevará a cabo la estimación de variables clave para la proyección del flujo de fondos de The Kroger Company durante el periodo 2023-2027.

Las variables que serán consideradas incluyen las ventas, el margen operativo, las depreciaciones, las inversiones de capital, así como el capital de trabajo. Mediante el análisis de la evolución de estas variables en los últimos años, se realizará la estimación correspondiente, lo que permitirá obtener una proyección efectiva y acorde a la situación actual de la compañía. Para ello, se combinará la información obtenida en esta etapa con el análisis previo realizado en el trabajo.

5.3.1 Proyecciones de ventas

Las ventas de una empresa que participa en el mercado minorista en Estados Unidos pueden crecer ya sea por apertura de nuevos locales o por el incremento de ventas en las tiendas ya existentes (Same Store Sales). Como fue presentado anteriormente, el indicador Same Store Sales es una métrica que se utiliza para analizar y comparar el rendimiento de los locales que han estado en operación durante un periodo de tiempo específico, generalmente un año.

Como fue analizado en la sección 4.1.1 “Evolución de las ventas en los mismos locales (Same Store Sales)” se observa una tendencia creciente del *Same Store Sales* principalmente en los últimos seis años. Nuevamente se nota el efecto de la pandemia en los datos donde el año 2020 muestra un crecimiento excepcional en comparación con el resto de los años. Para el año 2022 también se ve un significativo crecimiento, el cual, como fue mencionado en la sección anterior, es explicado por un aumento en la cantidad de hogares que realizan sus compras en locales de la empresa y también debido a la inflación que se observó durante ese año.

Otro punto relevante al momento de estimar las ventas futuras es entender cómo ha sido la evolución de los locales en los últimos años. En la sección 4.1.2 “Evolución de los locales de The Kroger Company” se nota una tendencia decreciente en la cantidad de locales que gestiona Kroger. Se observa cómo ha sido más la cantidad de locales que han cerrado en los últimos seis años de los que han abierto.

Considerando todo esto fue calculado el porcentaje anual de cierre de locales en los últimos seis años. Se determinó que en promedio se cierran anualmente un 0,5% de los locales totales que gestiona Kroger.

Por último, se incluyó también en el análisis la evolución de ventas por local. En la sección 4.1.3 se observa como estas muestran una tendencia creciente en los últimos seis años, con lo cual se observa una mejor eficiencia por parte de la empresa en el uso de sus recursos propios.

En la tabla 21 se muestra resumida la información referida a las tres variables previamente mencionadas para el periodo 2017 -2022.

Tabla 21: Evolución Same Store Sales, cantidad de locales y ventas por local (2017 - 2022)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Comienzo de año	2796	2782	2764	2757	2742	2726
Abiertas	24	10	10	5	4	3
Abiertas reubicación	15	4	9	6	4	1
Adquiridas	3	10	6			
Cerradas reubicación	-41	-38	-19	-20	-20	-10
Cerradas	-15	-4	-13	-6	-4	-1
Final del año	2782	2764	2757	2742	2726	2719
Porcentaje anual de cierre de tiendas	-0,5%	-0,6%	-0,3%	-0,5%	-0,6%	-0,3%
Ventas por local (millones)	44,3	44,1	44,4	48,3	50,6	54,5
Same Store Sales	0,9%	1,8%	2,0%	14,1%	0,2%	5,6%

Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

Tomando como base la información de la tabla 21 se pasa a estimar las ventas para los próximos cinco años. En lo que respecta al Same Store Sales para el periodo 2017-2023 se observa un promedio de 4,1% para el indicador. Se asumirá que para los próximos cinco años este crecerá anualmente igual al promedio de los últimos cinco años, por lo que se considera una tasa de crecimiento anual del 4,1%.

En lo que respecta a la cantidad de locales, se asume que estos continuarán disminuyendo a una tasa de 0,5%.

Con estos dos puntos en consideración se estiman las ventas futuras para el periodo 2023-2027. Estas se encuentran en la tabla 22.

Tabla 22: Proyecciones estimadas en Same Store Sales, cantidad de locales y ventas

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Same Store Sales	5,60%	4,10%	4,10%	4,10%	4,10%	4,10%
Ventas por local (USD millones)	55	57	59	62	64	67
Cantidad de locales	2719	2705	2692	2678	2665	2652
Ventas (USD millones)	148.258	153.565	159.062	164.755	170.653	176.761
Crecimiento de ventas		3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%

Como se puede ver, para llegar al crecimiento de las ventas se toma las ventas por local y se incrementan por la tasa de Same Store Sales definida previamente. Sabiendo cual será anualmente las ventas por locales, y teniendo también proyectada la evolución de estos, se llega a las ventas totales anuales para el período 2023-2027. Se considerará un crecimiento promedio anual de ventas de 3,58%.

5.3.2 Margen Operativo

Mirando la evolución de este indicador, refiriéndonos a la sección 4.2.1 “Margen operativo”, se observa que ha mostrado un incremento sostenido desde el año 2019.

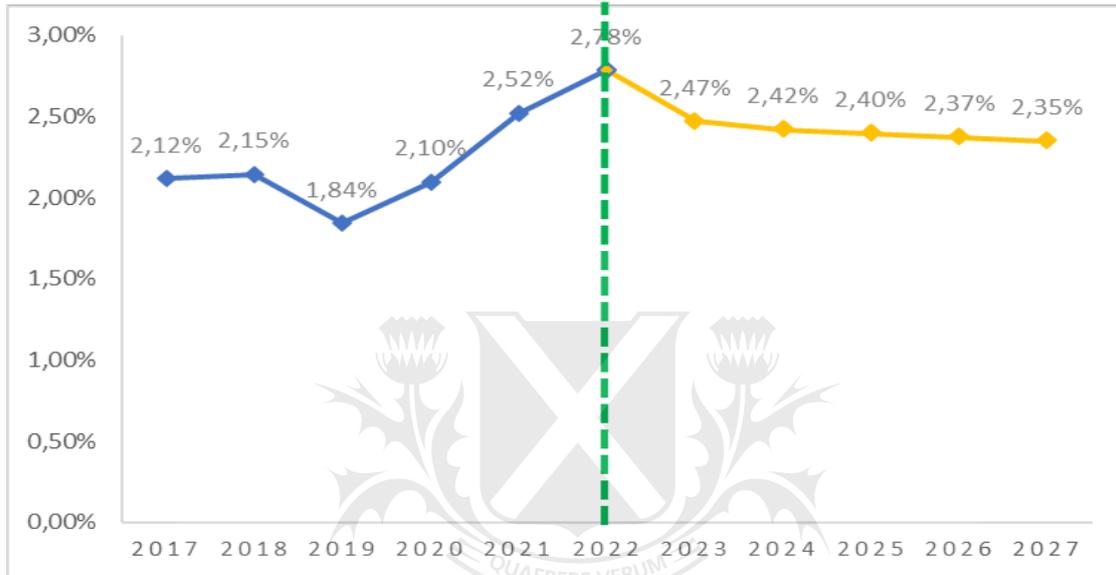
Resumiendo, las principales causas detrás de los aumentos en los márgenes operativos están el aumento de las ventas influenciado por la pandemia y una mejora en la estructura de costos, principalmente administrativos. Siendo el crecimiento de ventas un efecto que difícilmente se pueda replicar, y a su vez existe un límite en la reducción de costos que puede llegar a cabo la compañía.

Considerando las actuales expectativas económicas mundiales, se podría esperar que la recesión que se está viviendo en Europa, debido en parte a la guerra entre Rusia y Ucrania, todavía tenga efectos en la economía mundial y esto generará un aumento en los precios de los proveedores de Kroger y, en consecuencia, de sus costos propios. Asimismo, la información esperada respecto a la inflación en Estados Unidos puede perjudicar todavía más los márgenes operativos de la compañía. Considerando que sus gastos generales y administrativos consisten principalmente de costos relacionados al personal, como salarios, beneficios del plan de salud, planes jubilatorios y utilidades (The Kroger Company, 2023)

Teniendo todo esto en consideración, se hará una proyección conservadora de los márgenes de la compañía en la cual tendrán una tendencia a acercarse al promedio de los últimos cinco años. En la gráfica 23 se encuentra la proyección de esta variable a considerar en este trabajo. Para el año 2023 se tomará el promedio de los márgenes

operativos de los últimos 3 años, que son los que exhiben los márgenes más altos, ya que como se comentó al principio de este trabajo Kroger planea para los próximos años seguir con una política de reducción de costos fijos. A su vez, se espera una tasa de crecimiento de casi un 4% como fue estimado anteriormente, lo que ayuda a seguir observando márgenes operativos mayores a los vistos previos a la pandemia. Se asume después una caída de un 0,02% del margen operativo para cada uno de los siguientes años.

Gráfica 23: Proyección de los márgenes operativos para The Kroger Company



Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

5.3.3 Inversiones de capital (CAPEX)

Como fue explicado anteriormente, CAPEX se entiende como todo gasto que tenga como objetivo adquirir, mejorar o mantener el activo no corriente de la compañía. Se entiende como la inversión necesaria para mantener o expandir los bienes de capital (como fábricas, maquinarias, etc).

En el análisis realizado en la sección 4.4 “Inversiones de capital (CAPEX)” de este trabajo, se determinó un aumento en los gastos en inversiones de capital del 2013 al 2016 para luego ver una disminución a partir del 2017. En el periodo 2017-2022 se nota una estabilidad del peso del capital invertido en inversiones de capital sobre el total de ventas, a pesar de disminuir levemente en los años 2020, 2021 y 2022. Esta reducción está relacionada principalmente a un aumento de las ventas mayor al visto en los últimos 10 años, mientras que la estrategia de inversiones de capital se mantuvo prácticamente sin cambios.

La gerencia de The Kroger Company comunicó una proyección de gastos de capital de USD 3.4 – USD 3.6 miles de millones en 2023 para remodelaciones de locales, nuevos centros de venta de combustible y expansión de tiendas, así como en mejoras en la

experiencia digital de sus clientes. Esto se encuentra en línea con los montos invertidos en 2021 y 2022, por lo que no parece haber un cambio en la estrategia de inversiones de capital en el futuro.

En resumen, para las proyecciones de inversiones en capital se utilizará el promedio sobre las ventas de la compañía en los últimos seis años el cual es de 2,24%.

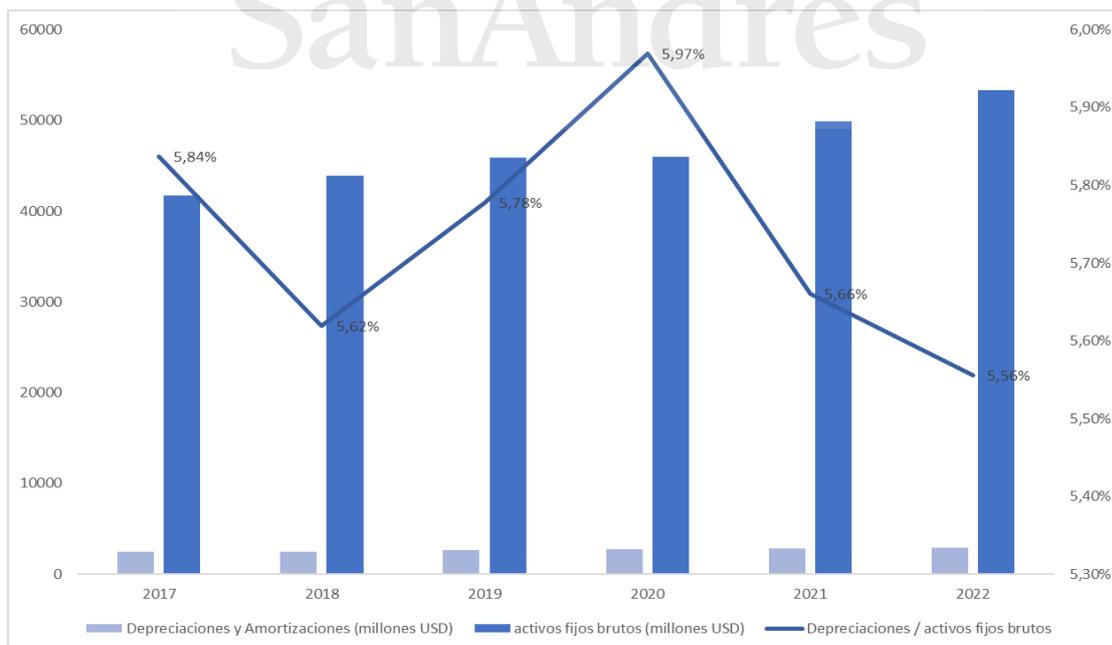
5.3.4 Amortizaciones y depreciaciones

Las amortizaciones y depreciaciones de los activos fijos de una compañía consideran el desgaste sufrido por estos, debido a su uso, antigüedad y potencial obsolescencia. Representan la reinversión que necesita la empresa para mantenerse competitiva, pero al no ser una erogación de caja si no un cargo contable, debe ser sumado en las proyecciones para calcular el flujo de fondos libre.

En este trabajo se analizó el peso que tienen las amortizaciones y depreciaciones sobre el total de ventas, y se determinó una estabilidad de estas en los últimos 6 años. Sin embargo, para la proyección de depreciaciones y amortizaciones para los próximos 5 períodos fiscales, se calculará la tasa de depreciación como total de depreciaciones y amortizaciones dividido los activos fijos brutos.

Se hizo un análisis de los datos históricos de los últimos seis años en el cual se observó la relación entre las depreciaciones y amortizaciones y el activo fijo bruto de la compañía. En la gráfica 24 se ve reflejada esta información.

Gráfica 24: Evolución de las amortizaciones y depreciaciones de The Kroger Company



Fuente: reportes anuales de The Kroger Company (2017-2022)

Dado que no se esperan nuevas adquisiciones de activos de gran porte que pudieran afectar significativamente las cuentas de depreciaciones se tomará el promedio de los últimos seis años el cual es de 5,74%. Para la estimación de las depreciaciones futuras se sumarán las inversiones de capital o CAPEX al activo fijo bruto.

5.3.5 Capital de trabajo

Como fue desarrollado en la sección 4.3.1 el capital de trabajo es una medida de la capacidad de la empresa para continuar con el desarrollo normal de sus actividades en el corto plazo.

La gráfica 16 presentada en la sección 4.3.1 evidencia una cierta estabilidad del peso del capital de trabajo sobre las ventas en los últimos seis años excluyendo el año 2021 el cual muestra una caída significativa debido a bajos niveles de inventarios (cuenta con el nivel más bajo de inventario de todo el periodo analizado).

Dado lo anterior, para este trabajo se tomará el promedio de los últimos seis años excluyendo el valor del año 2021. Esto daría una proyección para el capital de trabajo de 1,85% sobre el total de las ventas.

5.3.6 Tasa de crecimiento de Kroger Company

Para obtener el valor terminal, como su fórmula mencionada anteriormente lo indica, es necesario obtener los flujos de fondos esperados y dos tasas, la de descuento (en este caso el WACC) y la de crecimiento a perpetuidad (g). En este punto estaremos estimando la tasa de crecimiento a perpetuidad de Kroger. Esta se utilizará después para hallar el valor terminal de la compañía.

Asumiremos que la empresa crecerá en relación con la inflación de Estados Unidos en el largo plazo. Se toma este supuesto principalmente por la relación de los ingresos de Kroger con el nivel de inflación de la economía. La mayoría de los productos comercializados por el grupo verán sus precios afectados por la tasa de inflación, y por ende el crecimiento futuro de la compañía se ve en cierta forma atado a la evolución de esta variable.

Cabe destacar que, aunque la inflación en los Estados Unidos se encuentra fuera de su media histórica, no será este el valor considerado ya que se espera esta sea controlada en el corto plazo retomando valores cercanos al 2% en los próximos dos a tres años como pudimos ver en el análisis realizado de esta variable anteriormente. Dado esto, se tomará como valor de inflación para el largo plazo un 2%.

Al ser Kroger una empresa que pertenece al sector del consumo minorista, otro factor que puede influenciar su crecimiento es el crecimiento futuro de la población de los Estados Unidos. Esta relación se explica ya que, a mayor población, mayor será el

consumo tanto de alimentos, productos de higiene, etc, los cuales son comercializados por la compañía. El crecimiento vegetativo de la población de los Estados Unidos se ubica en el 0,5%.

Teniendo esto en consideración, se considera una tasa de crecimiento futuro para Kroger de 2,5%. Esta será, junto con la tasa WACC calculada anteriormente, la utilizada para calcular el valor terminal de la compañía para poder realizar las necesarias valuaciones.

5.4 Armado del Flujo de Fondos

Una vez estimadas todas las variables, estaremos en el momento de proyectar los flujos de caja y el valor terminal de la organización. Para esto, se estimaron las proyecciones de ventas, junto con los costos y otros factores indispensables que definirán el flujo de caja libre. Para calcular este último, se aplica la fórmula que se presenta a continuación:

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

El presente trabajo contará con un escenario considerado como el “escenario base”. Se emplea en primer término para llevar a cabo el cálculo del valor de la compañía, tomando en cuenta la tasa de descuento WACC previamente calculada. Sin embargo, resulta importante señalar que como las variables consideradas en este entorno fueron estimadas y pueden experimentar variaciones en el período bajo consideración, se llevará a cabo un análisis de sensibilidad, con el propósito de comprender cómo cualquier modificación en su configuración puede impactar el valor de la empresa. Este análisis de sensibilidad será llevado a cabo con la tasa de descuento WACC y la tasa de crecimiento considerada en el valor terminal.

Por otro lado, con el objetivo de determinar el rango donde se situará el valor de la empresa o, en última instancia, el precio de la acción, se agruparán dos escenarios adicionales, uno desfavorable y otro optimista. Dicha estrategia permitirá contar con una visión más completa de la variación que pueda experimentar el valor de la compañía en los próximos años, y, por ende, ayudará a comprender si se encuentra siendo valorada de manera equitativa en el mercado.

5.4.1 Escenario Base

La presente valuación de la empresa se llevó a cabo con un enfoque conservador, suponiendo que el negocio evolucionará de acuerdo con las estimaciones de ventas, márgenes operativos, inversión en capital y aumento del capital de trabajo previamente descritos, en línea con la trayectoria histórica de la compañía.

Tabla 23: Resumen proyecciones de las variables consideradas bajo el escenario base

VARIABLES PROYECTADAS	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%
Margen Operativo % sobre ventas	2,47%	2,42%	2,40%	2,37%	2,35%
Depreciaciones % sobre activo fijo bruto	5,74%	5,74%	5,74%	5,74%	5,74%
CAPEX % sobre ventas	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%
Capital de Trabajo % sobre ventas	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%

Para completar el cálculo del flujo libre de caja se debe estimar el valor terminal de Kroger. El cálculo del valor terminal se determinó mediante la proyección del flujo libre de caja, tomando como base el FCF del período 5 multiplicado por $1 +$ la tasa de crecimiento previamente calculada, y dividiendo esto por la tasa WACC (costo promedio ponderado de capital) menos la tasa de crecimiento, tal como se describe en el marco teórico.

Con la obtención del valor terminal, se procedió a calcular el flujo libre de fondos de Kroger y a llevarlo a valor presente utilizando la tasa de descuento WACC previamente obtenida. Una vez determinado este valor, fue posible llegar al valor por acción, restando el valor de la deuda financiera y añadiendo la caja y sus equivalentes, lo que nos proporcionó el valor del capital accionario. Finalmente, al dividir el valor del capital accionario por el número de acciones en circulación, se obtuvo un precio por acción de USD 109,9.



Tabla 24: Proyección Flujo de Fondos descontado (en millones de dólares) – Escenario Base

Flujo de Fondos Proyectado	2023	2024	2025	2026	2027	Valor terminal
	1	2	3	4	5	5
Ventas	153.565	159.062	164.755	170.653	176.761	
Margen Operativo	2,47%	2,42%	2,40%	2,37%	2,35%	
EBIT	3.793	3.850	3.948	4.049	4.152	
Impuestos	797	809	829	850	872	
EBT	2.997	3.042	3.119	3.198	3.280	
(+) Depreciaciones	3.240	3.437	3.642	3.854	4.073	
(-) CAPEX	3.440	3.563	3.691	3.823	3.959	
(+/-) Variación Capital de Trabajo	-98	-102	-105	-109	-113	
Flujo de Caja Libre	2.698	2.814	2.965	3.120	3.281	112.329
WACC	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%
Valor Presente	2.558	2.529	2.526	2.520	2.511	85.974
Valor Presente Kroger						98.617

Valor Compañía calculado	98.617
Valor deuda Financiera	19.750
Efectivo y equivalentes	1.015
Valor del equity	79.882
Cantidad de acciones	727
Precio por acción estimado	109,9

		Análisis de sensibilidad				
		WACC				
		4,4%	4,9%	5,5%	6,0%	6,6%
Crecimiento Valor terminal	2,0%	146,8	114,9	92,5	76,4	62,9
	2,3%	169,4	129,2	102,3	83,4	68,1
	2,5%	188,5	140,8	109,9	88,8	72,0
	2,8%	225,9	162,1	123,4	98,2	78,6
	3,0%	259,9	180,0	134,3	105,4	83,6

5.4.2 Escenario optimista

En el presente escenario, se considerará una modificación en una de las variables más cruciales del modelo, las ventas. Se asume que las Same Store Sales crecen a una tasa mayor debido a un crecimiento de las ventas digitales mayor al esperado dadas las inversiones en tecnología que está realizando Kroger creciendo en promedio en el periodo considerado un 4,5%. Asimismo, se asume que a partir del 2025 la tasa de cierre de locales disminuye de 0,5% a 0,2%.

Este cambio tendría un impacto en todo el flujo de fondos, ya que las demás variables proyectadas están expresadas en porcentajes en relación con las ventas totales, lo que significa que un alza en las ventas originará un incremento en el resto de las variables. A modo de simplificar, se mantendrán los supuestos previstos para depreciaciones, inversiones y variaciones de trabajo de capital.

Respecto a los márgenes operativos, se tomará el supuesto para el año 2023 de un margen operativo igual al promedio de los últimos dos años, los cuales presentan los valores más altos del periodo. Esto lleva a un margen operativo de 2,65% sobre las ventas para el año 2023. Nuevamente para el resto del periodo se asumirá que la tasa se disminuye en un 0,02% cada año.

Este escenario sería optimista, pero sería viable en vista de los objetivos actuales de la empresa, que apuntan a mejorar las ventas por canal digital y la política de ahorro de costos que está implementando.

En la tabla 25 se encuentran resumidas las nuevas variables a ser consideradas en este escenario, y en la tabla 26 se muestra el nuevo flujo de efectivo con las modificaciones mencionadas y así como el cálculo del precio de la acción en este escenario optimista, el cual es de USD 114,3.

Tabla 25: Variables estimadas para el escenario Optimista

VARIABLES PROYECTADAS	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas	3,98%	3,98%	4,29%	4,29%	4,29%
Margen Operativo % sobre ventas	2,65%	2,60%	2,55%	2,49%	2,44%
Depreciaciones % sobre activo fijo bruto	5,74%	5,74%	5,74%	5,74%	5,74%
CAPEX % sobre ventas	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%
Capital de Trabajo % sobre ventas	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%
activos fijos brutos	56.446	59.899	63.489	67.234	71.139

Tabla 26: Proyección Flujo de Fondos descontado (en millones de dólares) – Escenario Optimista

Flujo de Fondos Proyectado	2023	2024	2025	2026	2027	Valor terminal
	1	2	3	4	5	5
Ventas	154.155	160.286	167.164	174.337	181.818	
Margen Operativo	2,65%	2,60%	2,55%	2,49%	2,44%	
EBIT	4.085	4.167	4.263	4.341	4.436	
Impuestos	858	875	895	912	932	
EBT	3.227	3.292	3.368	3.429	3.505	
(+) Depreciaciones	3.240	3.438	3.644	3.859	4.083	
(-) CAPEX	3.453	3.590	3.744	3.905	4.073	
(+/-) Variación Capital de Trabajo	-109	-113	-127	-133	-138	
Flujo de Caja Libre	2.905	3.027	3.140	3.251	3.377	115.632
WACC	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%
Valor Presente	2.754	2.720	2.675	2.625	2.585	88.502
Valor Presente Kroger						101.859

Valor Compañía calculado	101.859
Valor deuda Financiera	19.750
Efectivo y equivalentes	1.015
Valor del equity	83.124
Cantidad de acciones	727
Precio por acción estimado	114,3

		Análisis de sensibilidad					
		WACC					
Crecimiento Valor terminal		4,4%	4,9%	5,5%	6,0%	6,6%	
	2,0%	148,9	119,5	96,5	79,8	66,0	
	2,3%	171,2	134,3	106,6	87,1	71,4	
	2,5%	189,9	146,2	114,5	92,7	75,3	
	2,8%	226,4	168,1	128,5	102,3	82,1	
	3,0%	259,2	186,6	139,7	109,8	87,2	

5.4.3 Escenario Desfavorable

Para este escenario se realizaron los siguientes supuestos:

- Se estimó una disminución de las ventas same store sales para el periodo, asumiendo que crecen en promedio igual a el promedio de los últimos cinco años (excluyendo el 2020) el cual es de 2,4%. Por otro lado, se asumió también que para los años 2023 y 2024 el porcentaje de tiendas que cierran aumenta a 0,8% para luego a partir del 2025 volver a 0,5% valor promedio de cierre de tiendas de los últimos cinco años.
- Debido a la disminución de las ventas, se esperaría un menor gasto de inversiones de capital para los años 2023 y 2024. Se asume una tasa de CAPEX sobre ventas para esos dos años de 2,10%. Nuevamente a partir del 2025 se retoman los valores vistos anteriormente.
- Se asume un margen operativo menor para todo el periodo, suponiendo la no efectividad de las medidas de Kroger para reducir sus gastos administrativos, y dados los menores niveles de ventas esperados.
- Por último, se asume que a futuro la tasa de crecimiento poblacional de los Estados Unidos no es de 0,5%, sino de 0,3% anual, generando que la tasa de crecimiento a perpetuidad de Kroger sea de 2,3% para este escenario.

Se consideran las variables estimadas en la tabla 27 para calcular el flujo de caja para este escenario desfavorable. Tomando estos supuestos, se pasa a calcular nuevamente el valor de The Kroger Company al momento de la valuación, 30 de enero de 2023, y el precio de la acción bajo este escenario es de USD 101,7.

Tabla 27: Variables estimadas para el escenario Desfavorable

Variables proyectadas	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas	1,78%	1,78%	2,39%	2,39%	2,39%
Margen Operativo % sobre ventas	2,35%	2,37%	2,35%	2,32%	2,30%
Depreciaciones % sobre activo fijo bruto	5,74%	5,74%	5,74%	5,74%	5,74%
CAPEX % sobre ventas	2,10%	2,10%	2,24%	2,24%	2,24%
Capital de Trabajo % sobre ventas	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%

Tabla 28: Proyección Flujo de Fondos descontado (en millones de dólares) – Escenario Desfavorable

Flujo de Fondos Proyectado	2023	2024	2025	2026	2027	Valor terminal
	1	2	3	4	5	5
Ventas	150.896	153.581	157.258	161.025	164.881	
Margen Operativo	2,35%	2,37%	2,35%	2,32%	2,30%	
EBIT	3.541	3.643	3.693	3.744	3.795	
Impuestos	744	765	776	786	797	
EBT	2.797	2.878	2.918	2.958	2.998	
(+) Depreciaciones	3.240	3.422	3.607	3.809	4.016	
(-) CAPEX	3.169	3.225	3.523	3.607	3.693	
(+/-) Variación Capital de Trabajo	-49	-50	-68	-70	-71	
Flujo de Caja Libre	2.820	3.025	2.934	3.090	3.250	104.102
WACC	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%	5,49%
Valor Presente	2.673	2.718	2.499	2.495	2.487	79.677
Valor Presente Kroger	92.549					

Valor Compañía calculado	92.549
Valor deuda Financiera	19.750
Efectivo y equivalentes	1.015
Valor del equity	73.814
Cantidad de acciones	727
Precio por acción estimado	101,5

		Análisis de sensibilidad				
		WACC				
Crecimiento Valor terminal		4,4%	4,9%	5,5%	6,0%	6,6%
	1,9%	136,4	109,9	89,1	73,8	61,0
	2,1%	148,9	118,4	95,0	78,1	64,2
	2,3%	163,8	128,3	101,7	82,9	67,7
	2,5%	181,8	139,7	109,2	88,2	71,6
	2,8%	216,9	160,9	133,5	97,5	78,1

En conclusión, la valuación por flujos de fondos descontados de la compañía arroja que el valor de cada acción al 30 de enero de 2023 se encontraba entre USD 101,53 y USD 114,34. El valor de mercado de la acción a la fecha era de USD 44,21, por lo que el resultado de este trabajo muestra un valor intrínseco mayor al precio de la acción en el mercado.

6. Valuación de The Kroger Company por Múltiplos Comparables

En esta sección se volverá a valorar a la empresa The Kroger Company pero mediante el método de valuación por múltiplos comparables, el cual es otro de los métodos más utilizados globalmente para la valuación de empresas. Este consiste en valorar una empresa con objetivo de hallar su valor de mercado por analogía con el valor de mercado de otras compañías comparables. Se valora una empresa analizando lo que el mercado ha pagado por una empresa similar. Se trata de una metodología rápida que refleja la percepción actual de los mercados con respecto al valor de la empresa. Dado esto, es indispensable identificar compañías que coticen en bolsa similares a la que buscamos valorar ya que, para realizar la comparación, no se suele utilizar datos de una sola empresa comparable, sino más bien un grupo de empresas. Luego hay que definir los ratios que se utilizarán para comparar estas. Finalmente, hay que calcular los ratios para cada una de las empresas seleccionadas, que muestran la relación entre el valor de cada una de éstas y alguna medida de su resultado financiero (Serer, 2009)

6.1 Análisis de la empresa objetivo

Determinada la empresa a valorar, se debe llevar a cabo un riguroso análisis de esta. En este sentido, se estudia la actividad que desarrolla dicha empresa, se analiza los productos o servicios que presta, así como las características del sector en el que opera, cuota de mercado que dispone, posicionamiento de la empresa en el mercado, a fin de comprender el contexto en el que dicha empresa se desenvuelve.

Se debe realizar también, un estudio sobre la historia de la empresa, su evolución en el pasado, estructura del accionariado, estrategias de inversión y financiación. Se debe analizar características de tipo cualitativo, como sus canales de distribución, participación en el mercado, etc., así como características de tipo cuantitativo, como rendimiento, liquidez, estructura de capital, con el objetivo de obtener una visión integral de la empresa y su situación actual (Serer, 2009)

Como último paso dentro del proceso de valoración, se procederá al análisis contable y financiero de los estados contables y financieros de un periodo determinado, de manera que se permita comprender su evolución en el pasado y, por consiguiente, poder tomar

decisiones informadas en el futuro. Todo lo anteriormente señalado, ha sido el proceso que ha sido desarrollado en el presente trabajo.

6.2 Selección de empresas comparables

La selección de las empresas comparables es un aspecto relevante de la valuación, pues de lo acertado de la misma, dependerá el valor asignado a la empresa objetivo. Se deben seleccionar varias empresas comparables que, coticen en un mercado de valores, o que hayan sido comunicadas últimamente, y de las cuales se disponga de información de precios y variables.

Estas empresas comparables deben ser lo más similares posibles a la que se busca valorar, deben tener un flujo de fondos similar, mismo potencial de crecimiento y nivel de riesgo.

Como se ha desarrollado durante este análisis, Kroger es una empresa que se dedica al mercado minorista de venta de alimentos, productos de farmacia y ventas de combustibles principalmente. Dado estas características debemos elegir empresas que puedan ser utilizadas al momento de hacer la comparación en la valuación por múltiplos.

En este caso se propone usar como empresas comparables a Target, Walmart, Albertsons, Sprouts Farmers Market, Inc y Ahold Delhaize. Como se observó al momento de analizar el mercado, Walmart, Target y Albertsons son junto a Kroger las compañías más grandes dentro del sector, y el modelo de negocio que tienen es muy similar. Sin embargo, Walmart y Target presentan una menor proporción del negocio de supermercados sobre el total de sus ingresos, respecto a los que presentan Kroger y Albertsons. Dado esto, se consideran también Sprouts Farmers Market, Inc y Ahold Delhaize que son dos empresas que están vinculadas al negocio de ventas en supermercados dentro de los Estados Unidos.

6.3 Selección de los múltiplos a utilizar

En este trabajo se utilizará para la valuación de múltiplos descontados el múltiplo valor empresa/EBITDA. Este múltiplo se utiliza para comparar empresas cíclicas y/o de diferentes países, ya que analiza los resultados alcanzados por las compañías, sin que influyan decisiones de financiamiento de cada una, cuestiones impositivas o esquemas de amortización y depreciación de sus activos. Se define como:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{valor de la empresa}}{EBITDA}$$

Utilizando este múltiplo se puede desconsiderar la estructura de capital de la empresa ya que se parte del supuesto que todos los activos generan el EBITDA. Esto es de suma relevancia en el caso de Kroger ya que como se ha visto en el análisis realizado presenta una estructura de capital más apalancada que la de sus competidores, los cuales se utilizaran para valorar la empresa.

6.4 Aplicación de los múltiplos

Una vez establecidas las empresas comparables y el múltiplo a utilizar para la valuación, se procedió a su cálculo individual. En la tabla 29 se puede ver la información del múltiplo EV/EBITDA para cada una de las compañías comparables, así como nuevamente sus principales indicadores, Same Store Sales, CAGR de ventas de los últimos cinco años, el margen operativo, margen EBITDA y CAGR del EBITDA de los últimos 5 años. A su vez se agregaron dos filas, una con el cálculo del promedio de los valores de las empresas comparables y otra con el cálculo del promedio, pero excluyendo los valores de Walmart y Target. Esta exclusión se realizó dado que a pesar de que Walmart y Target tienen una gran parte de su negocio vinculado a las ventas en supermercados, estas no llegan a superar el 50% del total de ventas. Al excluirlos, podemos considerar empresas donde el giro principal sean las ventas en supermercados, que como fue analizado en el análisis de ventas de Kroger, corresponde a el 70% de su total de ventas.

Esta información fue incluida ya que para poder determinar el rango más preciso del ratio EV/EBITDA para Kroger debemos analizar cómo está posicionada frente a sus principales competidores. Esto también fue analizado durante el análisis financiero, al momento de comparar los principales ratios de Kroger con los de sus competidores.

En la tabla 29 se puede observar que el crecimiento de ventas de los últimos cinco años, así como el margen operativo de Kroger es menor al promedio de lo observado en la industria, tanto considerando como desconsiderando Walmart y Target. Dado esto se toma para Kroger un rango del ratio EV/EBITDA que va desde el presentado por la compañía Albertsons, la cual muestra una estructura similar a la de Kroger, al promedio excluyendo Walmart y Target. Teniendo el rango ahora estimado para el ratio EV/EBITDA de Kroger se puede pasar a determinar el precio de la acción por método de múltiplos comparables.

Tabla 29: Valuación por múltiplos comparables EV/EBITDA

	EV/EBITDA	SSS	CAGR ventas 5 años	Margen operativo	Margen EBITDA	CAGR EBITDA 5 años
Walmart	13,44x	6,60%	3,49%	3,37%	5,18%	1,68%
Target	12,06x	2,20%	7,65%	3,58%	6,13%	-0,12%
Albertsons	6,65x	6,90%	5,11%	2,97%	6,02%	9,22%
Sprouts Farmers Market, Inc.	9,32x	2,20%	4,22%	5,60%	7,52%	7,40%
Ahold Delhaize	10,4x	5,40%	5,33%	4,49%	4,55%	4,91%
Promedio	10,37x	4,66%	5,16%	4,00%	5,88%	4,62%
Promedio (excluyendo Walmart y Target)	8,79x	4,83%	4,89%	4,35%	6,03%	7,18%
Kroger	6,65x - 8,79x	5,60%	4,00%	2,78%	4,78%	6,90%

Fuente: informes anuales de Walmart, Target, Albertsons Company, Sprouts Farmers Market Inc, Ahold Delhaize y The Kroger Company (2022)

Considerando el valor del EBITDA de Kroger reportado al cierre del 2022, y multiplicándose por el ratio encontrado se llega al Enterprise value de Kroger para el rango considerado. Obtenido el Enterprise value, al restar la deuda total y sumarle el efectivo se llega al valor del capital. Esto da un rango de valor del capital de USD 29.435 a USD 44.610 millones de dólares. Para poder llegar al precio de la acción en el momento de valuación se divide el valor del capital por la cantidad de acciones en circulación, llegando a un rango de precio USD 40,9 a USD61,36 para cada acción.

Tabla 30: Precio estimado de la acción mediante múltiplo EV/EBITDA

	Min	Max
EV/EBITDA	6,65	8,79
EBITDA	7.091	7.091
EV	47.155	62.330
Deuda	18.735	18.735
Efectivo	1.015	1.015
Valor del capital	29.435	44.610
Acciones en circulación	727	727
Precio de la acción	40,49	61,36

A la fecha de valuación de Kroger el precio de la acción era de USD 44,21 dólares americanos como fue mencionado anteriormente, este valor se encuentra comprendido dentro del rango hallado con la valuación de múltiplos comparables.

7. Conclusión

A lo largo de este trabajo, se llevó a cabo un análisis exhaustivo de la empresa The Kroger Company con el propósito de valuarla al 28 de enero de 2023. Se exploraron elementos clave como su estrategia empresarial, estructura de costos, estructura de capital y desempeño en ventas para obtener una comprensión más profunda de su funcionamiento. Además, fue realizado un análisis detallado del mercado en el que opera y su posición competitiva con el fin de anticipar su potencial de crecimiento futuro. Todos estos elementos fueron utilizados para valuar la empresa mediante dos enfoques distintos pero que buscan alcanzar un resultado similar.

En el caso de que los resultados obtenidos a través de estos dos métodos difieran, es fundamental analizar cuidadosamente las causas de tal disparidad. Por un lado, el método de flujos descontados, que implica una mayor complejidad al considerar diversas variables, se esperaría ofrezca una estimación más cercana al valor real de la empresa. Sin embargo, es importante recordar que este método involucra supuestos y estimaciones en relación al crecimiento de ventas, costos y tasas de descuento aplicadas, lo que significa que la precisión de los resultados depende de la calidad de

estas estimaciones. Por otro lado, el método de valuación basado en múltiplos comparables se basa en información de acceso público tanto de la empresa en cuestión, como de empresas comparables, lo que lo convierte en un enfoque más directo.

Al utilizar la valuación por flujos de fondos descontados, se exploraron tres escenarios diferentes para establecer un rango estimado para el precio de las acciones de The Kroger Company en la fecha de valuación.

Con base en la valuación, fue determinado un rango de precio estimado para las acciones de The Kroger Company a fecha 28 de enero de 2023, que oscila entre USD 101,5 y USD 114,3. En comparación, el precio de las acciones de Kroger en esa fecha se situaba en USD 44,21, lo que se aleja significativamente del rango estimado. Esta discrepancia sugiere la posibilidad de que las acciones de Kroger experimenten un aumento en el futuro.

Además, fue realizado un análisis de sensibilidad en cada uno de los escenarios para ilustrar cómo pequeñas variaciones en variables críticas del modelo, como la tasa de descuento WACC y la tasa de crecimiento a perpetuidad, pueden tener un impacto significativo en el precio calculado mediante el método de flujos de fondos descontados. Esto resalta la importancia de una precisa estimación de estas variables y muestra como pequeñas variaciones en el modelo pueden conducir a resultados divergentes.

Por otro lado, los resultados obtenidos a través de la metodología de múltiplos comparables indicaron un rango de valor de USD 40,5 a USD 61,4. En este caso, el rango obtenido engloba el precio observado de las acciones de Kroger en la fecha de valuación.

No obstante, se observa una discrepancia significativa entre los dos rangos, siendo la valuación por flujos de fondos descontados la que proporciona un rango de precios más amplio para las acciones de Kroger. Esto puede ser explicado, como fue mencionado, por el hecho de que la valuación por múltiplos comparables se basa en una comparación con empresas competidoras, mientras que la valuación por flujos de fondos descontados se centra en el desempeño y las variables clave de la propia Kroger.

En resumen, los precios de mercado parecen reflejar expectativas y rendimientos diferentes a los considerados en nuestra valuación mediante flujos de fondos descontados. Según los supuestos utilizados, las acciones de Kroger exhiben una posible subvaluación y la posibilidad de un aumento futuro en su valor.

Referencias bibliográficas

Académica

Damodaran, A. (2011) The Little book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit, 1ra edición. New York: John Wiley & Sons Inc

Damodaran, A. (2006) Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, 2da edición. New York: John Wiley & Sons Inc

Fernandez, P (2007) Company valuation methods. The most common errors in valuations

Lascano, M. F. (2019). Valuación de la Empresa Kroger Co

Serer, G. L. (2009). La valoración de la empresa mediante el método comparativo o por múltiplos. Revista de Contabilidad y Dirección Universidad de Valencia, 59-76.

Reportes y papers

Deloitte (2022) 2022 retail industry outlook. Disponible en <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/consumer-business/2022-retail-industry-outlook.pdf>

Deloitte (2023) 2023 retail industry outlook. Disponible en <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/consumer-business/articles/retail-distribution-industry-outlook.html>

Institute for Business Value in association with National Retail Federation (2022) Consumers want it all: Hybrid shopping, sustainability, and purpose-driven brands. <https://cdn.nrf.com/sites/default/files/2022-01/Consumers%20want%20it%20all.pdf>

Reserva Federal De los Estados Unidos. Monetary Policy Report – March 2023. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2023-03-mpr-part3.htm>

The Food Industry Association (2022). US Grocery Shopper Trends 2022. Disponible en <https://www.fmi.org/forms/store/ProductFormPublic/u-s-grocery-shopper-trends-2022-april>

The Korger Company (2022) 2021 Fact Book.

The Korger Company (2021) 2020 Fact Book.

Artículos y Web

Albertsons Companies. <https://www.albertsonscpanies.com/investors/financial-reports/sec-filings/default.aspx>

Bitter, A (2022) CEOs from Kroger and Albertsons say they're worried about competition from Amazon, but the e-commerce giant barely makes up 1% of US grocery sales. <https://www.businessinsider.com/walmart-kroger-still-top-grocer-challengers-amazon-gopuff-2022-2>

Damodaran, A (2007) Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications. Disponible en <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf>

Euromonitor. <https://www.euromonitor.com/usa>

Macrotrends. <https://www.macrotrends.net/>

National Retail Federation (2023) NRF Forecasts 2023 Retail Sales to Grow Between 4% and 6%. <https://nrf.com/media-center/press-releases/nrf-forecasts-2023-retail-sales-grow-between-4-and-6>

Reuters. <https://www.reuters.com/>

Statista. <https://www.statista.com/>

Seeking Alpha. <https://seekingalpha.com/symbol/KR>

Target. <https://corporate.target.com/investors/sec-filings>

The Kroger Company. <https://www.thekrogerco.com/>

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

Walmart. <https://stock.walmart.com/financials/sec-filings/default.aspx>

Universidad de
San Andrés

Glosario

Back Office: Es el conjunto de actividades internas de la compañía que se encargan de las cuestiones administrativas y financieras de la empresa, con las que el cliente no interactúa directamente.

Beta: Medición de la volatilidad de un activo en comparación con el mercado en general.

CAGR: Compound Annual Growth Rate son sus siglas en inglés, se refiere a la tasa de crecimiento anual compuesta, en español.

CAPEX: Siglas en inglés Capital Expenditures, se refiere a inversiones de capital en español.

CAPM: Siglas en inglés de Capital Asset Pricing Model. Es un modelo de valoración de activos financieros.

EBIT: Siglas en inglés de Earnings Before Interest and Taxes. Refiere a ganancias antes de intereses e impuestos, en español. Son las ganancias operativas.

EBITDA: Siglas en inglés de Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Refiere a ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

E-commerce: Acrónimo de comercio electrónico.

Equity: Capital propio.

EV: Siglas en inglés de Enterprise Value. Refiere al valor de la empresa, en español.

FCF: Siglas en inglés de Free Cash Flow. Refiere a flujo libre de caja.

FODA: Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas.

Margen Bruto: Es la diferencia entre la ganancia de la venta de un producto o servicio, y el costo de producción.

Margen operativo: Ratio del porcentaje de ingresos por ventas convertidos en beneficios.

Online: En línea.

Retail: Comercio minorista. Venta al por menor.

ROA: Siglas en inglés de Return Over Assets. Refiere a retorno sobre activos, en español.

ROE: Siglas en inglés de Return Over Equity. Refiere a retorno sobre el capital propio, en español.

Same Store Sales (SSS): Ventas en los mismos locales o ventas comparables.

Software: Es el sistema operativo de un dispositivo electrónico. Así como sus programas y aplicaciones.

Spread: Diferencia entre el precio de la oferta y el de la demanda.

S & P 500: Siglas del Índice bursátil Standard & Poor's 500.

T-Bill & T- Bond: Treasury Bill y Treasury Bond respectivamente.

USD: Acrónimo de United States Dollars. Se refiere al dólar estadounidense.

Utilidad Neta: Es la ganancia real. Es el beneficio obtenido, luego de restar los gastos y tributos que corresponden.

WACC: Siglas en inglés de Weighted Average Cost of Capital. Refiere al costo promedio ponderado de capital, en español.

YTM: Siglas en inglés de Yield to Maturity. Refiere a la tasa interna de retorno al vencimiento, en español.

Lista de gráficas

Gráfica 1: Principales accionistas de The Kroger Company (2022).....	10
Gráfica 2: Evolución de la cantidad de empleados de The Kroger Company	11
Gráfica 3: Cotización de la acción de The Kroger Company (últimos cinco años)	14
Gráfica 4: Cotización de la acción The Kroger Company (febrero 2020 – enero 2023) ..	14
Gráfica 5: Ventas anuales del mercado minorista de los Estados Unidos y su crecimiento.....	15
Gráfica 6: Evolución de las preferencias de los usuarios respecto a los distintos canales de consumo en el mercado minorista de los Estados	18
Gráfica 7: Evolución de las ventas minoristas en canales digitales en los Estados Unidos	18
Gráfica 8: Empresas de la industria con mayor nivel de ventas en 2021	20
Gráfica 9: Empresas de la industria con mayor nivel de ventas en 2022	20
Gráfica 10: Evolución de las ventas de The Kroger Company (2017-2022)	24
Gráfica 11: Evolución de ventas en tiendas comparables 2013-2022	28
Gráfica 12: Evolución de cantidad de locales 2013-2022	29
Gráfica 13: Evolución de ventas totales por pie cuadrado 2013-2022 (millones USD)..	30
Gráfica 14: Evolución de ventas totales por local 2013-2022 (millones USD)	30
Gráfica 15: Evolución del margen operativo (2017 -2022).....	33
Gráfica 16: Evolución del capital del trabajo sobre el total de ventas (2017- 2022)	37
Gráfica 17: Evolución de la estructura de capital de The Kroger Company.....	38
Gráfica 18: Evolución del ratio deuda sobre capital de The Kroger Company.....	38
Gráfica 19: Inversiones de capital de The Kroger Company.....	40
Gráfica 20: Evolución de CAPEX como porcentaje de las ventas.....	41
Gráfica 21: Evolución del ROA, EBIT y activos totales de The Kroger Company	42
Gráfica 22: Evolución del ROE, utilidad neta y patrimonio neto de The Kroger Company	42
Gráfica 23: Proyección de los márgenes operativos para The Kroger Company	58
Gráfica 24: Evolución de las amortizaciones y depreciaciones de The Kroger Company	59

Lista de cuadros

Cuadro 1: Marcas asociadas a The Kroger Company	6
Cuadro 2: Localización de los centros de producción en Estados Unidos	8

Lista de tablas

Tabla 1: Divisiones operativas de The Kroger Company	10
--	----

Tabla 2: Histórico de fusiones y adquisiciones de The Kroger Company.....	13
Tabla 3: Evolución del ratio deuda-capital de las principales empresas del sector minorista de alimentos en Estados Unidos	22
Tabla 4: Ventas de The Kroger Company segregadas entre ventas de combustible y otras ventas (millones USD).....	25
Tabla 5: Ventas de The Kroger Company desglosadas por tipo de producto (millones USD).....	26
Tabla 6: Evolución de cantidad de locales 2013-2022.....	29
Tabla 7: Estado de resultados de The Kroger Company (millones USD).....	31
Tabla 8: Estado de Resultados de The Kroger Company (expresado en porcentaje sobre total de ventas).....	32
Tabla 9: Estado de Situación Patrimonial de The Kroger Company (expresado en valores porcentuales)	34
Tabla 10: Descomposición del ROE por sistema Dupont.....	43
Tabla 11: Evolución ratios de liquidez.....	44
Tabla 12: Evolución ratios de solvencia	45
Tabla 13: Ratios de rentabilidad comparados con la competencia.....	45
Tabla 14: Ratios de liquidez comparados con la competencia.....	46
Tabla 15: Ratios de solvencia comparados con la competencia.....	46
Tabla 16: Ratios propios de la industria de Kroger y de la competencia.....	47
Tabla 17: Regresión lineal entre el retorno de la acción de Kroger versus el retorno del S&P 500	51
Tabla 18: Ratio de cobertura de interés y spread sintético.....	53
Tabla 19: Cálculo de la deuda neta de The Kroger Company (millones USD).....	54
Tabla 20: Cálculo de la tasa WACC.....	55
Tabla 21: Evolución Same Store Sales, cantidad de locales y ventas por local (2017 - 2022).....	56
Tabla 22: Proyecciones estimadas en Same Store Sales, cantidad de locales y ventas. 57	
Tabla 23: Resumen proyecciones de las variables consideradas bajo el escenario base	62
Tabla 24: Proyección Flujo de Fondos descontado (en millones de dólares) – Escenario Base	63
Tabla 25: Variables estimadas para el escenario Optimista.....	64
Tabla 26: Proyección Flujo de Fondos descontado (en millones de dólares) – Escenario Optimista	65
Tabla 27: Variables estimadas para el escenario Desfavorable.....	66
Tabla 28: Proyección Flujo de Fondos descontado (en millones de dólares) – Escenario Desfavorable.....	67
Tabla 29: Valuación por múltiplos comparables EV/EBITDA.....	70
Tabla 30: Precio estimado de la acción mediante múltiplo EV/EBITDA	71

Anexo

Estado de situación patrimonial de The Kroger Company (millones USD)

Estado de Situación Patrimonial	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Activo						
Efectivo y equivalentes de efectivo	347	429	399	1.687	1.821	1.015
Cuentas a cobrar	1.637	1.589	1.706	1.781	1.828	2.234
Inventarios	6.533	6.846	7.084	7.063	6.783	7.560
Otros activos corrientes	2.600	1.939	1.701	1.972	1.742	1.861
Total activo corriente	11.117	10.803	10.890	12.503	12.174	12.670
Activos fijos	21.071	21.635	21.871	22.386	23.789	24.726
Activos en arrendamiento operativo	0	0	6.814	6.796	6.695	6.662
Activos intangibles	1.100	1.258	1.066	997	942	899
Goodwill	2.925	3.087	3.076	3.076	3.076	2.916
Otros activos no corrientes	984	1.335	1.539	2.904	2.410	1.750
Total activo no corriente	26.080	27.315	34.366	36.159	36.912	36.953
TOTAL ACTIVO	37.197	38.118	45.256	48.662	49.086	49.623
Pasivo						
Deuda de corto plazo	3.560	3.157	1.965	911	555	1.310
Cuentas a pagar	5.858	6.059	6.349	6.679	7.117	7.119
Provisión costos de personal	1.099	1.227	1.168	1.413	1.736	1.746
Otros Pasivos corrientes	3.680	3.831	4.761	6.363	6.915	7.063
Total pasivo corriente	14.197	14.274	14.243	15.366	16.323	17.238
deuda de largo plazo	12.029	12.072	12.111	12.502	12.809	12.068
Pasivos por arrendamiento operativo	0	0	6.505	6.507	6.426	6.372
Pasivos diferidos	1.568	1.562	1.466	1.542	1.562	1.672
Otros pasivos no corrientes	2.498	2.375	2.358	3.195	2.537	2.259
total pasivo no corriente	16.095	16.009	22.440	23.746	23.334	22.371
TOTAL PASIVO	30.292	30.283	36.683	39.112	39.657	39.609
Patrimonio Neto						
Capital (en acciones comunes)	1.918	1.918	1.918	1.918	1.918	1.918
Aportes de capital	3.161	3.245	3.337	3.461	3.657	3.805
Ganancias acumuladas	17.007	19.681	20.978	23.018	24.066	25.601
Perdidas acumuladas	-471	-346	-640	-630	-467	-632
Acciones propias en cartera	-14.684	-16.612	-16.991	-18.191	-19.722	-20.650
Total patrimonio neto de los accionistas	6.931	7.886	8.602	9.576	9.452	10.042
Intereses Minoritarios	-26	-51	-29	-26	-23	-28
TOTAL PATRIMONIO NETO	6.905	7.835	8.573	9.550	9.429	10.014
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	37.197	38.118	45.256	48.662	49.086	49.623

Fuente: informes anuales de The Kroger Company (2017-2022)