



**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Negocios**

**Maestría en Finanzas**

***Valuación de la Empresa Kroger Co.***

**Autora: Ma. Florencia Lascano**

**DNI: 31222890**

**Mentor de Tesis: Gabriel Basaluzzo**

**Córdoba, 11 de Junio de 2019**



Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación

Valuación de la Empresa

*Kroger Co.*



Autor: Ma. Florencia Lascano

DNI: 31.222.890

Tutor: Gabriel Basaluzzo.

Córdoba. 11 de Junio de 2019

## Índice

1.	<u>RESUMEN EJECUTIVO.....</u>	<u>5</u>
2.	<u>DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO.....</u>	<u>6</u>
2.1	ORIGEN. ....	6
2.2	ESTRATEGIA Y LÍNEAS DE NEGOCIO.....	6
2.3	EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS. ....	11
2.4	EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN Y ESTRUCTURA SOCIETARIA. ....	16
2.5	DIRECTORIO Y EQUIPO DE TRABAJO.....	16
3.	<u>LA INDUSTRIA.....</u>	<u>17</u>
3.1	MERCADO MINORISTA DE ALIMENTOS.....	17
3.2	DEMANDA DE PRODUCTOS NATURALES Y ORGÁNICOS. ....	21
3.3	COMERCIO ELECTRÓNICO – ENTREGA.....	22
3.4	TECNOLOGÍA EN EL RETAIL.....	25
3.5	VENTAJA DEL GRAN OPERADOR. ....	25
3.6	TENDENCIAS ALIMENTARIAS - UNA NUEVA OLA DE COMIDA: ORGÁNICOS, SALUDABLES Y LOCALES. .	26
3.7	TENDENCIAS POBLACIONALES - HOGARES MÁS PEQUEÑOS Y CAMBIOS DEMOGRÁFICOS. ....	27
3.8	COMPETIDORES.....	27
4.	<u>ANÁLISIS FODA KROGER CO.....</u>	<u>30</u>
4.1	FORTALEZAS. ....	30
4.2	DEBILIDADES.....	31
4.3	OPORTUNIDADES.....	32
4.4	AMENAZAS.....	32
5.	<u>EL MODELO DE LAS CINCO FUERZAS DE PORTER EN KROGER CO. ....</u>	<u>33</u>
6.	<u>ASPECTOS FINANCIEROS.....</u>	<u>34</u>
6.1	ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL.....	35
6.2	VENTAS Y RESULTADOS.....	42
6.3	INDICADORES PROPIOS DE LA INDUSTRIA.....	45
7.	<u>IMPACTO Y COMPORTAMIENTO DE LOS INDUCTORES “EXTERNOS” O DRIVERS.....</u>	<u>48</u>
7.1	PRONÓSTICO DE LOS DRIVERS PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS.....	54
8.	<u>ANÁLISIS DE RESULTADOS ESPERADOS.....</u>	<u>56</u>
8.1	CRECIMIENTO EN VENTAS. ....	56
8.2	GASTOS VARIOS Y OPERATIVOS - DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES.....	58
8.3	MARGEN EBITDA, EBIT Y NETO OPERATIVO.....	60
8.4	INVERSIÓN EN CAPITAL O CAPEX. ....	61
8.5	INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO O “WC”. ....	62
8.6	AJUSTES POR ARRENDAMIENTOS OPERATIVOS.....	63

<u>9. MARCO TEÓRICO DE UNA VALUACIÓN.....</u>	<u>68</u>
9.1 VALOR INTRÍNSECO Y METODOLOGÍA DE FLUJO DE EFECTIVO DESCONTADO (DCF).....	69
9.1.1 COSTO DEL CAPITAL PROPIO (KE):.....	70
9.1.2 COSTO DE LA DEUDA (KD) .....	72
9.1.3 WACC.....	75
9.1.4 MÉTODOS DE VALORACIÓN DE DCF – VALOR DE LA FIRMA - VALOR TERMINAL – VALOR DEL PATRIMONIO. ....	76
<u>10. VALUACIÓN DE KROGER POR DCF.....</u>	<u>78</u>
10.1 COSTO DEL CAPITAL PROPIO, EN INGLÉS “EQUITY” (KE) DE KR.....	78
10.2 COSTO DE LA DEUDA (KD) DE KR.....	82
10.3 TASA IMPOSITIVA (T) DE KR .....	82
10.4 WACC DE KR .....	83
10.5 VALOR TERMINAL Y TASA G DE KR. ....	84
10.6 DESCRIPCIÓN DE LOS ESCENARIOS .....	85
10.6.1 ESCENARIO BASE.....	85
10.6.2 ESCENARIO PESIMISTA.....	89
10.6.3 ESCENARIO OPTIMISTA.....	91
<u>11. MARCO TEÓRICO - VALOR RELATIVO Y VALORACIÓN POR COMPARABLES: .....</u>	<u>94</u>
<u>12. VALUACIÓN POR COMPARABLES A TRAVÉS DE MÚLTIPLOS.....</u>	<u>94</u>
12.1 ANÁLISIS DE EMPRESA OBJETIVO.....	95
12.2 ELECCIÓN DE EMPRESAS COMPARABLES: PEER GROUP.....	95
12.3 ELECCIÓN DE LOS MÚLTIPLOS A UTILIZAR .....	95
10.6.4 CALCULO DEL VALOR DE LA EMPRESA.....	95
10.6.5 MÚLTIPLOS FRECUENTEMENTE UTILIZADOS.....	95
12.4 VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS DE KROGER .....	97
<u>13. CONCLUSIÓN FINAL .....</u>	<u>102</u>
<u>14. BIBLIOGRAFÍA.....</u>	<u>104</u>

## **Agradecimientos:**

### **A Dios.**

*Por permitirme aprender y desarrollar mi mente, darme salud, fe, alegría, linda compañía y un inmenso amor.*

### **A mi Familia.**

*Por acompañarme en los caminos que elijo y apoyarme en cada una de mis decisiones. Por su amor, sus enseñanzas, su comprensión y confianza.*

### **A mis amigos:**

*Por entenderme, apoyarme, divertirme y darme el privilegio de acompañarlos.*

### **A mi Tutor de Tesis:**

*Por enseñarme y clarificar mis dudas; por compartir sus conocimientos con afecto, generosidad y dedicación en la labor educativa. Por confiar en mí.*



## 1. Resumen Ejecutivo

En el presente trabajo se valúa la empresa The Kroger Co. en adelante: KR, siendo el 3 de Febrero de 2018, fecha del último Balance Anual aprobado de la compañía.

La empresa pertenece al sector del retail, siendo su principal actividad el comercio minorista de alimentos en Estados Unidos. Con tiendas ubicadas en treinta y cinco de los estados americanos y ventas mayores a USD 122 billones. Opera directamente o a través de sus subsidiarias dos mil ochocientas tiendas, entre las que se encuentran de comestibles (supermercados), de farmacias, de combustible, de multimarcas y de joyería. Sus acciones se encuentran listadas en la Bolsa de Comercio de Nueva York (NYSE) utilizando también el identificador KR. Su capital controlante es de origen americano, al igual que los miembros de los cuerpos directivos y gerenciales.

La valuación se realizó primero por la metodología de Flujo de Fondos Descontados (en adelante DCF) de la empresa, para arribar al valor que tiene la misma para los Accionistas y Acreedores. En segundo lugar, se aplicó el método de Valuación por Múltiplos Comparables con el objeto de cotejarla con otras empresas de igual sector, y observar posibles desviaciones con el valor de mercado en términos relativos. Es oportuno tener presente que ambas valuaciones pueden otorgar diferentes resultados en tanto un método, el DCF, analiza el valor específico de la compañía en estudio; mientras que la Valuación por Múltiplos Comparables es una valoración relativa a partir de empresas del mismo tipo. Pero es posible que todos estén subvaluados o sobrevaluados en el momento de la comparación.

Para el análisis se utiliza la información pública existente proveniente de reportes, presentaciones, comunicados y los Estados Financieros de la compañía por los ejercicios anuales de los años 2013 a 2017. Se estudia la estructura de su Estado de Situación Financiera y Patrimonial, la conformación de su Estado de Resultados, la generación de flujo de efectivo, las inversiones en activos y sus objetivos junto con su estrategia de financiamiento.

Se consulta también los Estados Financieros de empresas similares pertenecientes al sector para evaluar la consistencia de los valores correspondientes a las estimaciones realizadas para los nuevos proyectos que se encuentran en desarrollo por parte de KR y para realizar las comparaciones en la valuación por múltiplos.

## 2. Descripción del Negocio

### 2.1 Origen.

Fundada en 1883 por Barney Kroger, quien invirtió sus ahorros para abrir una tienda de comestibles en 66 Pearl Street en el centro de Cincinnati, Ohio. Hijo de un comerciante, manejo su negocio con un simple lema:

*“Se particular, nunca vendas cosas que no te gustarían a ti mismo “.*

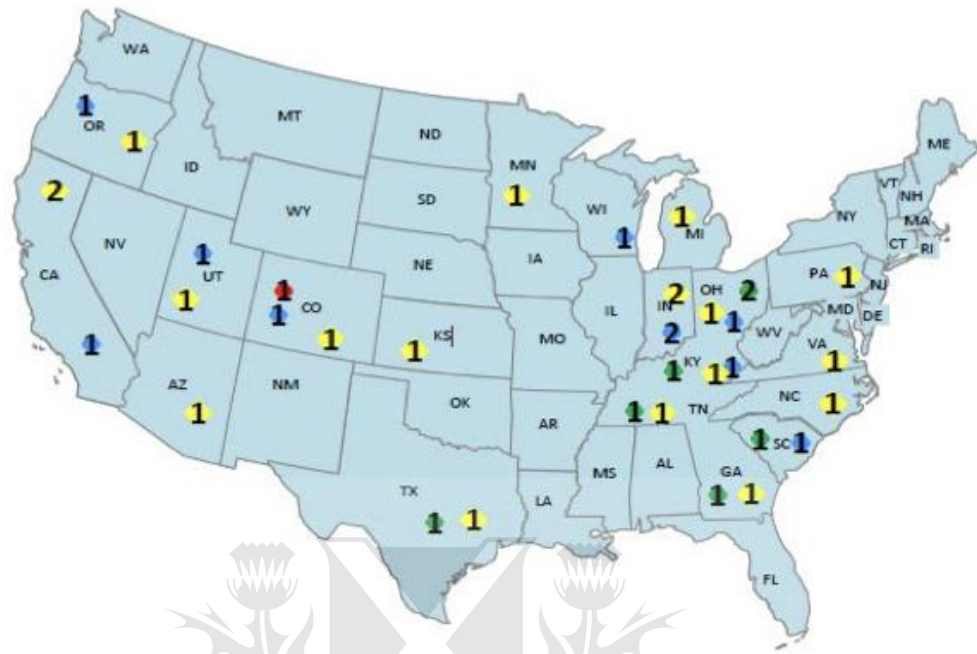
Kroger Co. es hoy un de las cadenas de retailers con ventas anuales más grandes en Estados Unidos, manteniendo el décimo octavo (18) lugar en el ranking de la lista de las 100, publicada por la revista Fortune en junio de 2017.

### 2.2 Estrategia y líneas de negocio.

Al 3 de Febrero del 2018, Kroger operaba, directamente o a través de sus subsidiarias, 2.782 supermercados bajo una variedad de nombres locales, de los cuales 2.268 poseen farmacias, algunos joyerías, otros también florerías y 1.489 tiendas tienen centros de combustibles. Ofrece también una variedad de servicios online como ClickList, Harris Teeter ExpressLane, con órdenes online y retiro de las compras en numerosos supermercados de la firma, siendo cada vez más los que ofrecen un servicio de entrega. Aproximadamente el 45% de estos supermercados opera en establecimientos propios de la compañía, alquilando sólo el terreno.

Tienen un 33% de las ventas en mercaderías de su propia marca, de las cuales un 44% son producidas por ellos en sus treinta y siete plantas de producción de alimentos; siendo el resto de sus marcas corporativas elaboradas por terceros fuera de sus establecimientos pero bajo sus especificaciones.

La ubicación de las plantas de producción propia es la que figura en el mapa a continuación; con marcas de colores y números que representan la cantidad y variedad de la producción de las mismas. Entre los rubros de productos se encuentran lácteos (color amarillo); carnes (color rojo); bebidas, panadería, canasta básica y alimentos para mascotas (color verde y azul ).



Fuente: Kroger Co.

Todas las operaciones de la empresa son, como se mencionó anteriormente, en territorio americano y se componen de:

The Kroger Co.	# de Tiendas	% de Ventas
Supermercados	2.782	93%
Tiendas de Conveniencia	784	4%
Tiendas de Joyería (A)	319	0%
Otras (B)	n/a	3%
<b>Total</b>		<b>100%</b>

- (A) 203 joyerías se ubican dentro de sus supermercados y 71 en shopping malls.
- (B) Otras ventas principalmente relacionadas a alimentos producidos en sus plantas para terceros.

Fuente: Kroger Co.

Kroger opera a través de un único segmento: las operaciones minoristas. Las mismas se realizan a través de **varios formatos de supermercados**, que incluyen una combinación de tiendas de alimentos, artículos para el hogar y farmacias (tiendas combinadas), tiendas de múltiples departamentos, tiendas de mercado y almacenes con impacto en precios.



- Las tiendas combo son principalmente tiendas de alimentos y de artículos de limpieza e higiene. Estas tiendas atraen clientes de un radio de dos a dos y media millas y tienen departamentos especializados; que incluyen entre otros alimentos naturales y secciones de orgánicos, farmacia, mercadería general, para mascotas, productos perecederos, y mariscos frescos.
- Las tiendas multi-departamento son más grandes en tamaño que las tiendas combinadas. Además de los departamentos que se ofrecen en una tienda combinada típica, éstos también ofrecen una amplia gama de artículos, tales como prendas de vestir, artículos y muebles para el hogar, electrónica, productos para automóviles, juguetería y joyería fina.
- Los mercados son más pequeñas que las tiendas de múltiples departamentos. Éstos incluyen servicio completo de abarrotes y farmacias, con departamentos de salud y belleza, así como una oferta perecedera amplia y un área de mercadería general que incluye prendas de vestir, artículos para el hogar y juguetes.
- Las tiendas de precio-impacto operan a través de un formato de almacén de bajo costo, que cuentan con precios competitivos todos los días y promociones adicionales para una amplia selección de artículos de comestibles, y artículos de salud o belleza. El tamaño promedio de una tienda de almacén con impacto en precios es similar al de una tienda combinada.
- La compañía también opera tiendas de conveniencia y tiendas de joyería fina a través de sus subsidiarias. Aproximadamente el 54% de éstas son operadas por terceros y están ubicadas en instalaciones propiedad de la compañía. Las tiendas de conveniencia son establecimientos con menos de 500 mt<sup>2</sup>, con un horario comercial que supera las 18 hs. los 365 días del año (de allí que se conocen como 24 hs. ), ofrecen una variedad limitada de alimentos básicos y mercadería en general, y en la mayoría de los casos venden también gasolina.

Por otro lado, las **fusiones** han jugado un papel clave en el crecimiento de Kroger a lo largo de los años. En 1983, cien años después de la fundación de la compañía, KR se fusionó con Dillon Companies Inc. en Kansas para convertirse en un gran operador de costa a costa en tiendas de alimentos, droguería y conveniencia. La mayor fusión en la historia de la empresa fue en 1999, cuando se asoció con Fred Meyer Inc. en un acuerdo

billonario, creando la cadena de supermercados con mayor cobertura geográfica y variedad de formatos en la industria del comercio minorista de alimentos en Estados Unidos, siendo un éxito en un momento en donde muchos acuerdos de otras empresas fallaron. Ello permitió a la compañía generar enormes economías de escala en la compra, fabricación, sistemas de información y logística.

En 2014, Kroger finalizo su fusión con Harris Teeter, sumando una cadena regional de mas de doscientas tiendas. Posteriormente, en ese mismo año, Kroger se fusionó con Vitacost.com., una de las mayores empresas de comercio electrónico en el mercado de la nutrición natural y la vida sana. Junto a ésta plataforma de comercio electrónico KR aceleró su entrada en el espacio del comercio virtual, sirviendo mejor a sus clientes a través de ordenes de envió a destino.

La familia de compañías de Kroger, está compuesta por:

Supermercados	Tiendas de precio-impacto	Tiendas Multimarcas	Joyerías	Tiendas Especializadas
Kroger		Fred Meyer		
Ralphs				
King Soopers	Food 4 Less			
City Market		Smith's Marketplace	Fred Meyer Jewlery	Vitacost
Dillons		Fry's Marketplace		
Smith's Food and Drug				
Jay C Food Store				
Fry's	Foods Co	Kroger Marketplace		
QFC				
Baker's				
Pay-Less Super Markets				
Gerbes		Dillon's Marketplace		
Codos			Littman Jewlery	Murray's
Harris Teeter	Ruler			
Marianos				
Metro Market		King Soopers Marketplace		
Pick'n Save				



Fuente: Kroger Co. y elaboración propia .

A lo largo de su historia, Kroger ha sido un **pionero en la industria** de alimentos al por menor. Durante la década de 1930, fue la primera cadena de supermercados capaz de monitorear rutinariamente la calidad de los alimentos y prueba de los productos científicamente. En 2012, el compromiso y trayectoria de larga data en la seguridad alimentaria y calidad le llevo a ganar el prestigioso premio Perla Negra, otorgado a una sola empresa cada año por la Asociación Internacional en la Protección de Alimentos.

En 1972, Kroger se convirtió en la primer cadena de supermercados en los Estados Unidos en probar un escáner electrónico. La **tecnología** continuó jugando un papel importante en la empresa, siendo más adelante el precursor de " Que Visión", un revolucionario programa de compra rápida que redujo el tiempo de espera en línea de salida de los clientes.

En esa línea, la empresa planea actualmente llevar a cabo una serie de movimientos estratégicos que incluyen reducir sus inversiones en nuevas tiendas y aprovechar la tecnología para acelerar los cambios en el surtido y mejorar el servicio al cliente en las ubicaciones existentes. La iniciativa de reestructuración, llamada "Restock Kroger", implicará un esfuerzo acelerado y basado en más datos sobre precios, comunicaciones personalizadas con clientes y una renovación masiva de surtidos de productos optimizando los espacios en cada tienda. Los datos obtenidos también se utilizarán para mejorar la personalización de las ofertas a los consumidores a través de cupones digitales, sugerencias de recetas y otros medios, y para ayudar a guiar el lanzamiento de las ofertas de compras en línea de la empresa ClickList; también lanzará un servicio de auto-pago impulsado por la aplicación móvil "Scan. Bag Go".

La **innovación** también está en el centro de los esfuerzos de sostenibilidad de Kroger, en los años setenta la empresa se convirtió en la primera tienda de comestibles que formaliza la investigación del consumidor. A su vez, a mediados de la década de 2000, KR creó un proceso para rescatar previo al vencimiento a los productos frescos y comestibles y donarlos rápidamente a los bancos de alimentos locales. Esto ha sido replicado luego por otros minoristas. Actualmente más de la mitad de los productos frescos alimenticios de la empresa son distribuidos a nivel nacional por Feeding America, la mayor red de bancos de alimentos de Estados Unidos.

Con docenas de instalaciones de fabricación y centros de distribución, Kroger tiene también una de las mayores flotas de camiones de propiedad privada en el país.

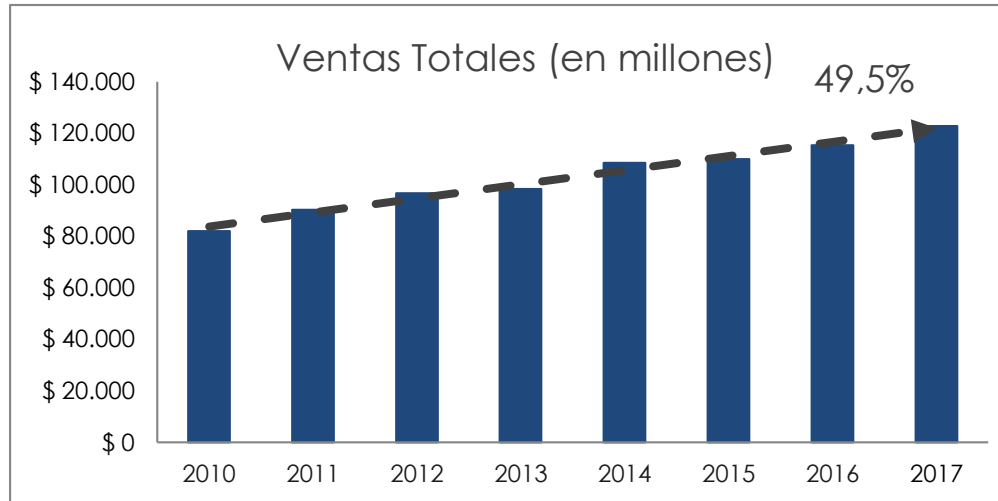
La compañía desarrolló un conjunto de fuentes de creación de **ventas alternativas** entre las que se encuentran:

- KROGER FINANZAS PERSONALES: que le brinda a la compañía una ventaja competitiva única al ofrecer soluciones de administración de dinero que fortalecen y recompensan a sus clientes.
- PREMIOS A LAS TARJETAS DE CRÉDITO MASTERCARD: que ofrecen grandes beneficios y regalos a los titulares de las tarjetas.
- TARJETAS DE REGALO: ofrece a sus clientes una amplia variedad de tarjetas de regalo para cada ocasión.
- SERVICIOS DE DINERO: ubicados dentro de las tiendas, brindan a los clientes una variedad de opciones de administración de efectivo a precios competitivos, que incluyen:
  - Cobro de cheques y tarjetas de débito
  - Órdenes de pago
  - Transferencias de dinero
  - Pago de facturas
  - Productos inalámbricos prepagos
  - Tarjetas de débito prepagas
- RECOMPENSAS A TARJETAS DE DEBITO PREPAGAS: con premios a los clientes por cada compra que realicen en una de las tiendas de la empresa, y ofreciendo descuentos adicionales en sus centros de combustible.
- VENTA DE TELEFONÍA MÓVIL: de las principales compañías.

### 2.3 Evolución de las ventas.

Las ventas nominales de Kroger mostraron un crecimiento sostenido en dólares, con una tasa anual promedio de 49,5% entre el año 2011 y 2018 como puede avizorarse en el gráfico a continuación.

Gráfico 1 – Evolución Ventas Nominales totales en dólares desde 2011 a 2018.



Fuente: Kroger Co.

Ventas en Mill.	2017	% CAMBIO	2016	% CAMBIO	2015
Ventas totales supermercado sin combustible.	USD 100.800	4,02%	USD 96.900	6,12%	USD 91.310
Ventas totales de combustible	USD 16.246	16,22%	USD 13.979	-5,57%	USD 14.804
Otras Ventas (1)	USD 5.616	25,98%	USD 4.458	19,97%	USD 3.716
<b>Total de Ventas</b>	<b>USD 122.662</b>	<b>6,35%</b>	<b>USD 115.337</b>	<b>5,01%</b>	<b>USD 109.830</b>

Fuente: Kroger Co.

(1) Otras ventas se relacionan principalmente con las ventas en tiendas de conveniencia (excluyendo el combustible); joyerías; plantas de producción de alimentos a clientes externos; servicios analíticos de datos; entidades de interés variable; Farmacia Especializada Kroger; clínicas de salud en la tienda; servicios de cupones digitales; y las ventas en línea por Vitacost.com.

El aumento en las ventas totales en 2017, en comparación con 2016, fue de un 6,4%, ello se debió en parte a la semana extra de ventas que existió en este último año, Este incremento fue por los aumentos de ellas en los supermercados, en las ventas de combustible y por la fusión con Modern HC Holdings, Inc. ("ModernHEALTH"). El aumento en las ventas totales de supermercados, sin considerar las ventas en combustible, se produjeron por una ampliación en la superficie de los mismos, por un incremento en el número de hogares que compraron en la empresa, por cambios en la mezcla de productos y por una inflación de 0,7%.

ACTIVIDAD INMOBILIARIA	2015	2016	2017
Inicio # Tiendas	2.625	2.778	2.796
Nuevo	31	50	24
Adquirido - Nuevo	159	0	3
Adquirido - Reubicación	0	1	0
Reubicaciones	12	31	15
Total de tiendas abiertas	202	72	42
Expansiones	28	14	12
Total de proyectos de tienda	230	86	54
Cierres operacionales	37	32	40
Final # tiendas	2.778	2.796	2.782
Remodelaciones mayores (> USD 20 / pies cuadrados)	183	154	168
Remodelaciones menores (<USD 20 / pies cuadrados)	246	368	275
Metros cuadradas (Mill.)	174	178	179
% Incremento	0	0	0,007
Tiendas de conveniencia	784	784	782
Joyerías	323	319	274
Centros de combustible	1.387	1.445	1.489
Farmacias	2.231	2.255	2.268
Ventas(Mill.)	USD 109.830	USD 115.337	USD 122.662
Ventas por mt2(Mill.)	USD 633,03	USD 648,69	USD 685,26
Variación de ventas por mt2		2,47%	5,64%

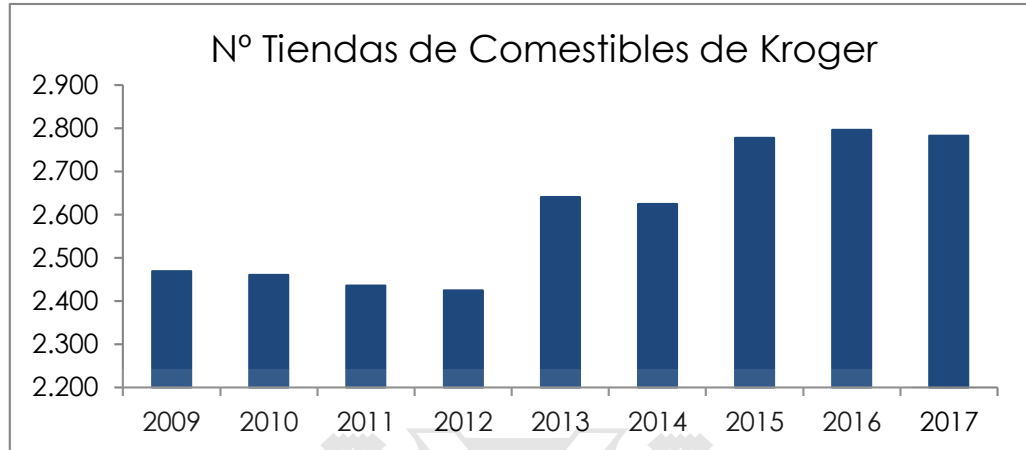
Fuente: Kroger Co.

Excluyendo las fusiones, adquisiciones y cierres operativos, el total de pies cuadrados en supermercados a fines de 2017 aumentó 1,9% respecto de finales de 2016. Las ventas totales de combustible aumentaron 16,2% en 2017, en comparación con el 2016, principalmente debido a una suba en el precio promedio del combustible minorista del 12,3% y a un acrecentamiento de los galones de combustible vendidos del 1,4%.

Las ventas totales fueron superiores durante el 2016 en relación al 2015 en un 5%. El aumento en las originadas en los supermercados, sin considerar el combustible, se debió a la fusión con Roundy's, a una mayor superficie de las tiendas y a un superior número clientes que eligieron comprar en la empresa; ello compensado parcialmente por una deflación del costo del producto del 0,8%.

Excluyendo fusiones, adquisiciones y cierres operativos, el total de pies cuadrados de supermercados al final de 2016 aumentó 3,4% respecto de 2015. Las ventas totales de

combustible disminuyeron 5,6% en 2016, en comparación con 2015, por una disminución en el precio promedio del mismo de un 9,4%, ello parcialmente compensado por un incremento en los galones de combustible vendidos del 4,2%.



Fuente: Statista,

Por otro lado las ventas por mt2 (en Mill.) tuvieron una variación de un 2,4% entre el año 2015 y el 2016, y de un 5,64% durante el lapso que va desde el 2016 al 2017. El total de tiendas que existieron al cierre de estos últimos tres años fue de 2.778, 2.796 y de 2.782 respectivamente, incrementándose en un 0,14%.

Se calculó el porcentaje de incremento de las ventas nominales totales con cuatro métodos diferentes: media aritmética, media geométrica, mediana y regresión; siendo los resultados obtenidos los siguientes:

### 1) Media Aritmética

Año	Ventas Totales (en Mill.)	Tasa de Crecimiento
2011	USD 82.049,00	
2012	USD 90.269,00	10,02%
2013	USD 96.616,00	7,03%
2014	USD 98.375,00	1,82%
2015	USD 108.465,00	10,26%
2016	USD 109.830,00	1,26%
2017	USD 115.337,00	5,01%
2018	USD 122.662,00	6,35%
	$\mu$	5,96%

## 2) Media Geométrica

Año	Ventas Totales (en Mill.)	Tasa de Crecimiento	
2011	USD 82.049,00		
2012	USD 90.269,00	10,02%	
2013	USD 96.616,00	7,03%	
2014	USD 98.375,00	1,82%	
2015	USD 108.465,00	10,26%	
2016	USD 109.830,00	1,26%	
2017	USD 115.337,00	5,01%	
2018	USD 122.662,00	6,35%	3 años
	$\mu$	4,73%	3,42%
		7 años	3 años
	Mediana	6,35%	5,01%

## 3) Regresión

Año	Ventas Totales (en Mill.)	Tasa de Crecimiento
2011	USD 82.049,00	
2012	USD 90.269,00	10,02%
2013	USD 96.616,00	7,03%
2014	USD 98.375,00	1,82%
2015	USD 108.465,00	10,26%
2016	USD 109.830,00	1,26%
2017	USD 115.337,00	5,01%
2018	USD 122.662,00	6,35%
Pendiente	6,57%	6,57%

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger.

De los cuatro métodos empleados, la media geométrica (MG) fue tenida como la más representativa, por ser menos sensible que la aritmética a los valores extremos. La media geométrica de un conjunto de números estrictamente positivos ( $X_1, X_2, \dots, X_N$ ) es la raíz N-ésima del producto de los N elementos.

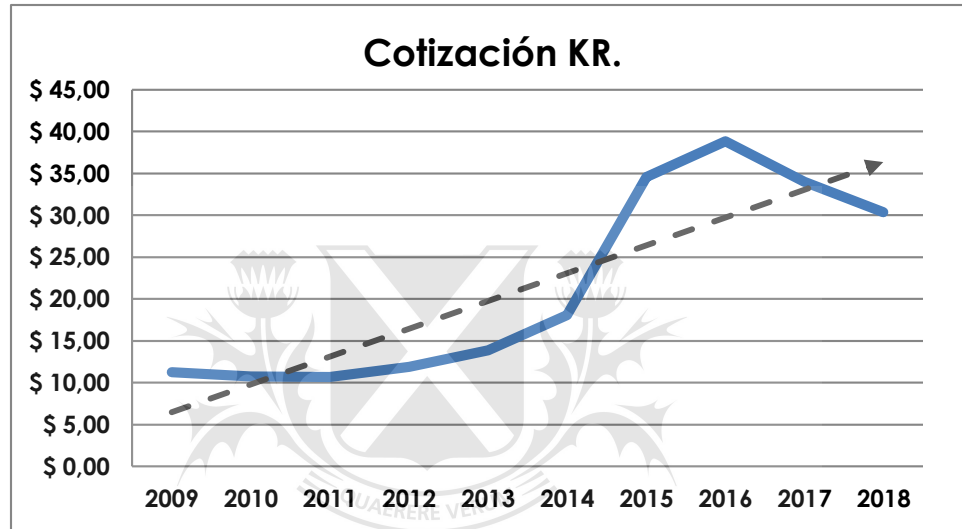
$$MG = \sqrt[N]{X_1 \cdot X_2 \cdot \dots \cdot X_N}$$

Se obtuvo también la MG de los últimos tres años para obtener la tendencia más reciente, siendo su resultado de un 3,42%, siendo muy superior a la media general de toda la industria.



## 2.4 Evolución del Precio de la Acción y estructura societaria.

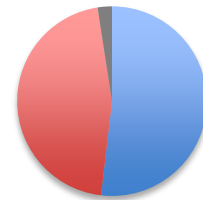
En el siguiente gráfico se observa cómo evolucionó el precio de la acción de Kroger en los últimos años, con un fuerte crecimiento entre fines del año 2014 y 2017; llegando a su máximo en diciembre del 2015, con un valor de cotización de USD 41,83 por acción. Al cierre del último ejercicio económico analizado (1 enero 2018), la acción cotizaba a **USD 30,36**.



Fuente: Elaboración propia con datos de Yahoo Finance.

Los principales accionistas son los inversores institucionales, que tienen una participación mayoritaria en KR del 81,32% del total de acciones en circulación. Este porcentaje de participación es mayor al que saben tener éstos en las demás compañías de la industria de la venta minorista de alimentos.

- Titulares de fondos mutuos 43,21% (azul).
- Otras instituciones 38,10% (rojo).
- Partes interesadas individuales 2,02% (gris).



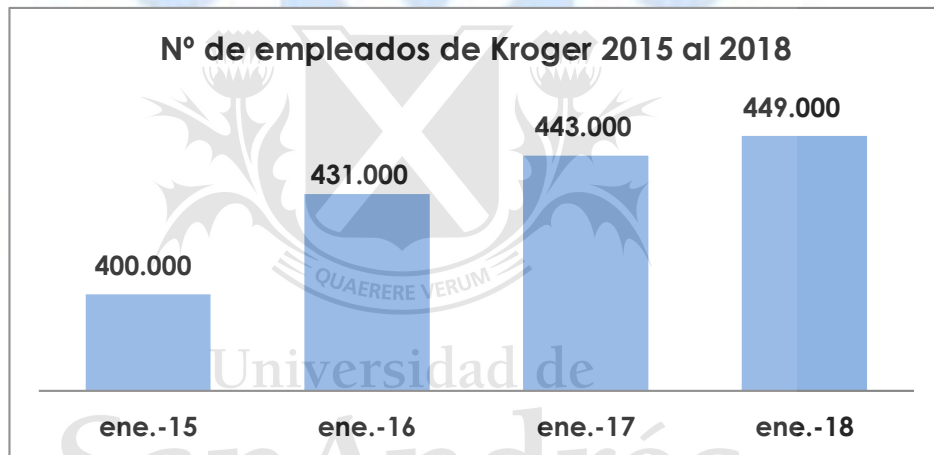
## 2.5 Directorio y equipo de trabajo.

W. Rodney McMullen es el actual presidente de la mesa directiva, además de ser el CEO de la compañía.

Principales Ejecutivos	
W, Rodney McMullen	Presidente y Director Ejecutivo
Michael Joseph Donnelly	Director de Operaciones y Vicepresidente Ejecutivo
J, Michael Schlotman	Director Financiero y Vicepresidente Ejecutivo
Christopher T, Hjelm	Director de información y Vicepresidente Ejecutivo
Calvin J, Kaufman	Vicepresidente Senior

Fuente: Kroger.Co.

El siguiente gráfico muestra el número de empleados de Kroger desde 2015 hasta 2018. Al 3 de febrero de 2018, Kroger tenía empleadas a aproximadamente 449.000 personas.



Fuente: Statista

### 3. La Industria.

#### 3.1 Mercado minorista de alimentos.

La competencia en el mercado minorista de alimentos ha aumentado en los últimos años; los de éste sector, principalmente los supermercados tradicionales han enfrentado una fuerte presión por parte de canales alternativos, como clubes de almacenes, supercentros, comercio electrónico, farmacias, minoristas masivos y tiendas de conveniencia, así como minoristas en línea con servicios de entrega de comestibles puerta a puerta. A medida que los consumidores se alejan del modelo tradicional de supermercado, los minoristas de comestibles intentan mantenerse competitivos creando

experiencias de compra más íntimas e innovadoras adaptadas a los compradores individuales, con énfasis el mix de productos ofrecidos y en opciones de alimentos frescos, orgánicos y preparados.

Un formato que ha ganado una importante participación de mercado en los últimos años es el surtido limitado un espacio más reducido. Desde 2006, el promedio de los pies cuadrados de los supermercados en los Estados Unidos ha disminuido de manera constante, según Packaged Facts; así los minoristas tradicionales interesados contemplan la introducción de nuevos conceptos de tiendas. Por ejemplo, Kroger actualmente está expandiendo su concepto de conveniencia y valor orientado, por ejemplo con Turkey Hill Minit Markets.

Como se observa en la siguiente tabla, obtenida de una encuesta realizada por Statista, los minoristas de alimentos tradicionales enfrentan una creciente presión de canales alternativos. Las compras de comestibles en línea siguen siendo una pequeña fracción del total, pero los compradores están usando tiendas en línea para comparar la calidad y los precios, así como beneficiarse de las herramientas digitales al comprar en tiendas físicas (por ejemplo, cupones, ofertas especiales de venta o reseñas).

Frecuencia de Compra de Clientes en Tiendas	
Supermercados Regulares	83%
Supercentros	53%
Tiendas de Descuentos	36%
Club de Almacenes	31%
Tiendas de surtidos limitados	25%
Tiendas de Dólar	22%
Farmacias	18%
Tiendas naturales y orgánicas	17%
Tiendas de Conveniencia	11%
Tiendas de Comida étnica	11%
Tiendas de venta online exclusivamente	11%

Fuente: Statista study\_id15813\_industry-report--food-and-beverage-stores

Por otra parte, es importante resaltar que la industria de supermercados y tiendas de comestibles en general ha crecido durante los últimos cinco años hasta 2018, beneficiándose de un fortalecimiento de la economía americana. Muchos consumidores cambiaron a marcas premium, orgánicas y totalmente naturales, lo que ayudó a elevar los beneficios económicos de la misma. Por el contrario, los costos inflacionarios de los alimentos provocaron que muchos consumidores continúen comprando segundas marcas o marcas propias de las tiendas. Si bien un cambio hacia productos genéricos frena el crecimiento de los ingresos, ayuda a los operadores a mantener los márgenes de

ganancia, pues las marcas de las tiendas son menos costosas de producir que las marcas nacionales.<sup>1</sup>



Fuente: ycharts y elaboración propia,

En total las ventas de comestibles en las tiendas del sector tuvieron un crecimiento promedio anualizado entre el período que va del 2007 al 2018 de 2,71 %, y de un 1,42 % en los últimos dos años; con un valor de ventas en el último año de USD 54,38 billones como se observa en el siguiente cuadro:

Fecha	Ventas en Tiendas de Comestibles en US en billones USD	%
ene-07	40,25	
ene-08	42,12	4,65%
ene-09	42,77	1,54%
ene-10	43,03	0,61%
ene-11	44,68	3,83%
ene-12	46,25	3,51%
ene-13	47,22	2,10%
ene-14	49,00	3,77%
ene-15	51,08	4,24%
ene-16	51,77	1,35%

<sup>1</sup> [https://ycharts.com/indicators/grocery\\_store\\_sales](https://ycharts.com/indicators/grocery_store_sales)

ene-17	52,54	1,49%	<b>1,42%</b>
ene-18	54,38		
<b>Promedio de Variación Anual</b>		<b>2,71%</b>	

Fuente: ycharts y elaboración propia,

En un análisis más amplio, que abarca todo el mercado estadounidense de comestibles no sólo los comerciados en tiendas minoristas, publicado por IGD (organización internacional de investigación de comestibles) pronostica que tendrá un valor de USD 1.722 billones para 2022 en EE.UU., con un fuerte crecimiento esperado tanto en los canales online como en los de descuento.

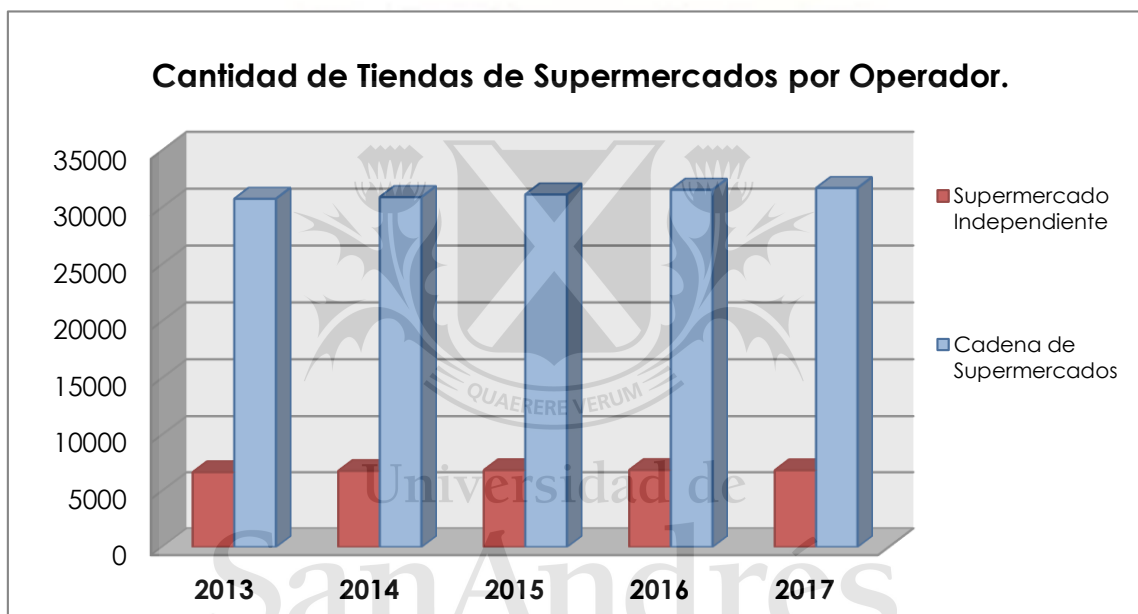
- IGD prevé que el mercado de comestibles de EE.UU. tendrá una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 3,6%, para el período 2017-2022.
- El canal Online será el de mayor crecimiento en el país en los próximos cinco años, con un CAGR del 18,1%, lo que representa una oportunidad de USD 20 mil millones.
- También se espera que el canal con descuentos genere un CAGR del 7,6%.
- Se anticipa que la participación de mercado de los hipermercados y supermercados disminuirá a lo largo de este período a medida que los minoristas de alimentos continúen racionalizando sus redes de tiendas. <sup>2</sup>

	2017 (%) Participación por Canal de compra en EEUU	2022 (%) Participación por Canal de compra en EEUU	Tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR)
Tiendas de Descuento	6,0%	7,2%	7,6%
Hipermercados	24,2%	22,9%	2,5%
Supermercados	38,0%	36,9%	3,0%
Tiendas de Conveniencia	18,5%	18,7%	3,8%
Compras en Línea	1,0%	2,0%	18,1%
Tiendas especializadas y Otras	5,3%	5,1%	4,1%
Tiendas Tradicionales**	7,0%	7,1%	–
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>3,6%</b>

Fuente: IGD Datacentre,

<sup>2</sup> <https://www.igd.com/about-us/media/press-releases/press-release/1/igd-new-us-grocery-forecasts-reveal-20bn-online-growth-opportunity/i/17616>

Por otra parte, un informe de Statista muestra que la cantidad de establecimientos destinados al formato de supermercados creció desde el 2013 al 2017 aproximadamente en 1.112 unidades, lo que representó una variación positiva total promedio del 2,97 %. Sin embargo este crecimiento se centró en tiendas pertenecientes a grandes cadenas del retail y no a supermercados independientes, los que se mantuvieron en cuantía prácticamente constante en igual lapso temporal; ello parece marcar una tendencia de que la demanda de alimentos se orienta a grandes operadores en el formato supermecadista.<sup>3</sup>



Fuente: Statista y elaboración Propia,

### 3.2 Demanda de productos naturales y orgánicos.

La demanda de productos naturales y orgánicos ha llevado a una mayor competencia dentro del espacio comercial. Los tres supermercados más grandes de naturales y orgánicos comercializados: Whole Foods, Sprouts y Fresh Market han visto caer su participación en este segmento ya que los minoristas convencionales, incluidos Kroger y Walmart, han entrado en el segmento, según un estudio realizado por Duff and Phelps.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/240920/number-of-us-supermarket-stores-by-operator/>

<sup>4</sup> <https://www.duffandphelps.com/-/media/assets/pdfs/publications/mergers-and-acquisitions/industry-inserts/consumer/food-retail-industry-insights-2016>

La demanda de productos totalmente naturales conduce a una mayor competencia entre los minoristas del comercio de alimentos tradicionales, quienes enfrentan una mayor presión de canales alternativos e intentan mantenerse competitivos al ingresar a este segmento de alimentos frescos y orgánicos.

Esta tendencia según encuestas realizadas por Statista y Global Organic Food Market Forecast & Opportunities, promete grandes ingresos, ya que los clientes están dispuestos a pagar una prima de precio por la calidad, y los pronósticos sugieren un CAGR (Annual compound growth rate<sup>[1]</sup>) en el mercado de alimentos orgánicos del 16% desde el 2015 hasta el 2020. A su vez el 55% de los encuestados considera que su dieta "podría ser algo más saludable", lo que significa que más de la mitad de la base general de clientes son compradores potenciales de productos orgánicos; además el 67% de ellos querrían que su principal supermercado vendiera alimentos orgánicos. Por otro lado se detecta que el 93% de los ingresos de alimentos orgánicos se producen en supermercados y cadenas de alimentos naturales y convencionales; siendo que sólo el 7% de los ingresos se realizan en mercados de agricultores, servicios de alimentos y otros canales.

Para los grandes jugadores como Kroger, Costco y Wal-Mart, la nueva competencia, como Whole Foods o Fresh Market, amenaza el potencial de crecimiento de los minoristas especializados en este segmento.<sup>5</sup>

### 3.3 Comercio Electrónico – Entrega.

*"En el entorno acelerado de hoy, los consumidores no necesariamente tienen que ir a una tienda física; más bien, los minoristas deberían darles **una razón** para querer ir."*<sup>6</sup>

La demanda de los consumidores por las ofertas de alimentos en línea ha aumentado en los últimos años, proporcionando un incentivo para que los comerciantes tradicionales ingresen al segmento, haciendo que éste modelo de negocio sea un mayor desafío.

<sup>5</sup> study\_id15813\_industry-report--food-and-beverage-stores.pdf - Statista

<sup>6</sup> "Retailerexperimentwithanewphilosophy:smallerisbetter,"TiffanyHsu,@2017NewYorkTimescompany, <https://www.nationalgrocers.org/education-research/consumer-trends-research-2>

La comodidad es la razón principal para comprar comestibles electrónicamente, mientras que la necesidad de ver los artículos y las preocupaciones sobre la frescura de los mismos son las mayores barreras para las compras en este segmento. A pesar de ello, el 75% de los consumidores prefiere realizar las compras acudiendo a las tiendas, mientras que el restante 25% prefiere las compras de comestibles y productos para el hogar en el segmento electrónico, ello según un estudio realizado por Nielsen para la organización National Grocers. Según el mismo, si bien un pequeño grupo de compradores (11%) prefiere comprar en línea, la entrega de alimentos es el método preferido por ellos para el envío. Más de tres cuartos (76%) de los compradores que han adquirido comestibles en red, utilizan la entrega puerta a puerta, en comparación con el 39% que ha utilizado el método de "hacer click y recoger".



Aquellos que hacen compras en línea, las realizan en complemento de las que realizan en las tiendas, siendo estas últimas el 75% de sus compras totales.



11%

De los clientes prefiere realizar sus compras virtualmente, siendo el delivery el método de envío elegido por ellos

De los consumidores que prefieren el método de compras virtual el 76% prefiere el delivery como forma de envío, comparado con el 39% que eligen el método de "click y buscar".



Fuente: <https://www.nationalgrocers.org/education-research/consumer-trends-research-2>

Según este estudio los artículos que se compran habitualmente en línea son los alimentos envasados (14%), seguidos luego por los de la canasta básica, luego por los productos para salud, higiene y belleza (10%), y por los de limpieza (10%). Casi tres de cada diez (27%) compradores indicaron que anticipan un aumento en sus compras de comestibles electrónicamente en los próximos cinco años. Por otro lado, indica que las mujeres (79%) tienen preferencia a los hombres (73%) por realizar las compras personalmente antes que virtualmente.

Por ello, varios grandes supermercados tradicionales han entrado en el espacio del comercio electrónico. Amazon.com lanzó AmazonFresh, Albertsons adquirió Safeway, que es propietaria y opera Groceryworks.com. y Walmart ha ampliado sus plataformas de recolección en internet y en tienda.

Por su parte The Kroger Co. inmerso en el negocio de los pedidos de comestibles en línea desde 2013, experimentó un aumento del 90% en las ventas digitales en 2017, y proyecta que este canal de venta crecerá entre el 1,7% y el 5% para el año 2022 con la implementación de "Kroger Ship", una plataforma de comercio electrónico que permite

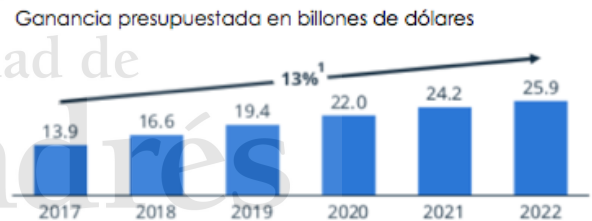


a los consumidores realizar pedidos de una selección de alimentos en ship,kroger.com con entrega en los destinos especificados por ellos; esto ha aumentado la competencia con Amazon, Walmart y otros proveedores de entrega de alimentos adquiridos digitalmente como lo son Instacart y Shipt.

La entrega a domicilio a través de Kroger Ship, es realizada por un proveedor de paquetes, de manera gratuita para pedidos de más de treinta y cinco dólares y con una tarifa de USD 4,99 para pedidos más pequeños. Además, a los clientes de "Ship" se les ofrecen oportunidades exclusivas para ahorrar dinero, como códigos promocionales, cupones digitales y ofertas de precios; también de un conveniente modelo de suscripción de "establecer y guardar" que ofrece un 5% de descuento en artículos consumidos a diario. Según el analista de Jefferies, Christopher Mandeville, el servicio Ship le da a Kroger otra herramienta para defender y tomar mayor participación en el mercado.<sup>7</sup>

En un informe de Statista, se advierte que el comercio electrónico estadounidense en 2017 fue el más grande del mundo con un volumen de mercado de USD 13,9 mil millones. Se informa allí que se espera que el mismo muestre un CAGR del 13% hasta 2022, lo que da como resultado un volumen de mercado de USD 25,9 mil Mill., un aumento de más del 60% con respecto al 2016. El gasto promedio por usuario actualmente es de USD 124 y se espera que aumente en un 7,5% hasta alcanzar los USD 160 en el 2022. A su vez se observó que el desafío actual para la industria es el llamado problema de la "última milla", ya que la entrega rápida es un factor importante para la compra de comestibles.<sup>8</sup>

*Las ganancias se incrementan debido a la creciente penetración de mercado y al promedio de gastos.*



Fuente: Statista

<sup>7</sup> <https://www.supermarketnews.com/online-retail/kroger-unveils-its-own-online-grocery-delivery-service>

<sup>8</sup> study\_id15813\_industry-report--food-and-beverage-stores.pdf - Statista

### 3.4 Tecnología en el Retail.

La tecnología, como se mencionó anteriormente, ha tenido un impacto generalizado en el comercio sobre los últimos diez años, y la industria minorista de alimentos no es una excepción. En 2012, Kroger lanzó QueVision, una plataforma tecnológica que utiliza unos sensores y un análisis predictivo para indicar, en tiempo real, cuándo ocurrirán las largas filas de espera de los clientes y dónde se necesitarán los cajeros antes de que éstas comiencen a producirse, lo que permite una mayor optimización del personal. Antes de implementar ésta plataforma, el tiempo de espera promedio en las tiendas Kroger era de cuatro minutos; hoy, es menos de treinta segundos.

Kroger también ha pasado los últimos años invirtiendo en empresas con información y experiencia en los segmentos electrónicos, ello resultó clave en el negocio con la esperanza de desarrollar una oferta omni-canal. En 2014, Kroger finalizó su fusión con Harris Teeter, que incluía la plataforma de pedidos en línea ExpressLane.

KR también implementó brindar a sus clientes un servicio llamado “Lista de ClicKs”; en la mismo cuando un cliente compra comestibles digitalmente, por una tarifa plana de USD 4,95, se lo entregan directamente en su domicilio.

Finalmente, en 2014, Kroger compró el negocio de comercio electrónico de nutrición y vida saludable Vitacost.com.

### 3.5 Ventaja del gran operador.

A medida que las grandes cadenas, como Kroger y Albertsons, continúan creciendo, han podido aprovechar los costos fijos de infraestructura y optimizar las capacidades. El tamaño y la escala significativos de Kroger presentan una ventaja sobre muchos pares, lo que permite eficiencias dentro de su fabricación de etiquetas privadas, red de distribución y capacidad para ofrecer precios más competitivos dado su mayor poder de compra con los proveedores.

En los últimos años, KR ha sido agresivo con las inversiones en las categorías de alimentos naturales y orgánicos, invirtiendo en mejorar la experiencia de compra del cliente en las tiendas.

### 3.6 Tendencias alimentarias - Una nueva ola de comida: orgánicos, saludables y locales.

Con un crecimiento del volumen del 9%, el mercado de alimentos preparados localmente en Estados Unidos ha aumentado significativamente en años recientes. Un componente sustancial de este crecimiento se puede atribuir a la expansión del consumo de frutas y verduras de valor agregado, que crecieron un 65% y un 49%, respectivamente, entre el 2010 y el 2014.

Según Nielsen, se prevé que el mercado de alimentos preparados crezca a un ritmo anual del 4,5% hasta 2019. Los bocadillos o snacks saludables también se están expandiendo como categoría, ya que los consumidores se enfocan en las opciones "mejores para su salud". Según Euromonitor, las ventas de snacks aumentaron más del 3% al año desde 2008, superando significativamente las ventas de alimentos básicos envasados. En el futuro, se proyecta que los bocadillos crecerán un 2% anual hasta 2019. El crecimiento de los bocadillos sanos se debe principalmente a los "Millennials", quienes están buscando opciones más saludables, incluyendo frutas y verduras. En promedio, este segmento de la población come 5,12 porciones de frutas y verduras al día, en comparación con 4,71 raciones que demanda la generación "X", y 4,43 que consumen los "Baby Boomers".

Los productos "locales" han sido una de las mayores tendencias en la venta minorista de alimentos en los últimos años, ya que los consumidores tienen un interés creciente en saber específicamente de dónde provienen los mismos. En una encuesta del año 2015 acerca de la compra de alimentos locales en EE.UU., se encontró que el 53% de los encuestados adultos los prefieren. Una investigación de salud y alimentos realizada anualmente por IFIC (International Federation of Infection Control), informó que al 36% de los compradores les preocupan los productos químicos en sus alimentos, y que los comestibles etiquetados con un atributo de salud experimentaron un aumento en las ventas del 13% en el último año, en comparación con las ventas aproximadamente planas en el resto de los artículos de la tienda.

A medida que los clientes intentan vivir estilos de vida más saludables, los minoristas de alimentos se ven obligados a adaptar su oferta de productos y servicios al nuevo consumidor del siglo XXI.

### 3.7 Tendencias poblacionales - Hogares más pequeños y cambios demográficos.

El comportamiento del consumo en EE.UU. se ha vuelto más individualista y menos orientado hacia las compras para el hogar que en generaciones anteriores. Actualmente más del 50% de las ocasiones gastronómicas ocurren cuando los consumidores están solos y el 27% de los hogares consiste de una sola persona. Así, el número de ocasiones para comer un solo individuo tiene una amplia gama de implicancias para los comerciantes de alimentos en términos de empaque, posicionamiento y demás.

Por otro lado, la población hispana en Estados Unidos está creciendo de manera exponencial en comparación con las poblaciones no hispanas y, como resultado, las tradiciones gastronómicas de ellos están comenzando a influir en los patrones de consumo nacional. A partir de 2015, aproximadamente el 17,7% de la población total de EE.UU. era de ascendencia hispana. Para el año 2040, se proyecta que los latinos representen el 24,1% de la población americana total. Éstos, proporcionan una oportunidad brillante en el mercado minorista de alimentos de Estados Unidos, ya que en promedio cocinan con más a menudo en sus hogares, gastan más en viajes de compras de rutina y visitan los supermercados con más frecuencia.

### 3.8 Competidores.

La industria de supermercados en Estados Unidos se halla muy segmentada, con algunos integrantes independientes y otros de grandes cadenas del comercio minoristas de alimentos. Así los formatos adoptados por las tiendas son numerosos, con una participación del número total de negocios de un 82% pertenecientes a importantes cadenas y del 18% a emprendimientos independientes. En relación a las ventas totales, los primeros participan de un 95% y los segundos del 5% remanente.

FORMATOS DE TIENDAS	Número de Tiendas	% del Total	Ventas (Mill.)	% del Total
<b>TOTAL SUPERMERCADOS (Ventas 2 millones USD o más al año)</b>	<b>38.441</b>	<b>100%</b>	<b>USD 668.679</b>	<b>100%</b>
Supermercados convencionales	26.712	69,5%	USD 424.161	63,4%

Supercentros (comestibles y mercadería masiva)*	4.327	11,3%	USD 168.592	25,2%
Supermercados de surtido limitado	3.396	8,8%	USD 23.354	3,5%
Supermercados-Naturales/Gourmet	3.382	8,8%	USD 42.602	6,4%
Almacén de comestibles	455	1,2%	USD 5.334	0,8%
Almacenes Militares	169	0,4%	USD 4.636	0,7%
<b>OTROS FORMATOS DE COMERCIOS DE ALIMENTOS</b>	<b>189.282</b>	<b>100%</b>		
Tienda convencional de Conveniencia	153.816	81,3%	USD 441.985	N/A
Estaciones de Servicio y Kioscos	20.699	10,9%	N/A	N/A
Superette	12.678	6,7%	USD 19.383	N/A
Club Convencional de compra	1.370	0,7%	USD 153.378	N/A
Tiendas de Conveniencia Militares	719	0,4%	USD 4.229	N/A

Fuente: Elaboración propia con datos de Progressive Grocer Magazine Abril 2018 y Statista

\* Tipo de ítems sólo de Supermercados

En los últimos años la industria se ha caracterizado también por una mayor concentración en manos de grandes operadores, producto de las numerosas fusiones y adquisiciones que los mismos han hecho con otros negocios. En la actualidad, los niveles moderados de inflación combinados con un entorno de préstamos competitivos han llevado a los minoristas bien capitalizados a buscar adquisiciones y consolidaciones mientras intentan acceder a nuevos mercados, aprovechando las capacidades de abastecimiento y comercialización, y generando ganancias en la industria. Varias transacciones notables se han completado o anunciado en ésta industria en los últimos tiempos.

Según un reporte de Mazzone & Asoc, el volumen de operaciones de fusiones y adquisiciones de la industria minorista en 2014 aumentó a partir de 2013, sin embargo, el gasto general reportado disminuyó aproximadamente un 30% desde el pico del 2013. El gasto reportado en 2014 fue de USD 19,5 mil Mill. producto de 400 transacciones, donde más del 90 % fueron compras estratégicas, y menos del 10 % inversores financieros, siendo más del doble de los montos observados en el mínimo de 2010. <sup>9</sup>

<sup>9</sup> Mazzone & Associates, Inc.,- Retail Industry Report 2015

A continuación se muestra una lista de transacciones más importantes del sector que se registran en el 2013:

Fecha Anuncio	Firma Adquiriente	Firma a Adquirir
11/10/15	The Kroger Co.	Roundy's
11/13/15	Albertsons	Haggen, 30 Stores
7/23/15	K-VA-T Food Stores	Southeastern Grocers, 29 BI-LO Stores in Chattanooga -
7/19/15	Key Food Stores	23 Stores in New York and New Jersey
7/19/15	Stop & Shop	25 Stores and Other Assets in Greater New York
7/19/15	Acme Markets	72 A&P Supermarkets and Other Assets
6/24/15	Koninklijke Ahold N.V.	Delhaize Group
4/29/15	Acon Investments	Fiesta Mart
12/19/14	Haggen	99 Albertsons Stores
11/17/14	Pace Food Retail	Dean & DeLuca
3/6/14	Albertsons	Safeway
2/20/14	Victory Park Capital	Mi Pueblo Food Center
1/31/14	Cadenas; Northgate y González	Pro's Ranch Markets
12/20/13	TPG Capital	Gelson's
7/8/13	The Kroger Co.	Harris Teeter Supermarkets
6/12/13	Sobeys	Canada Safeway Limited
5/28/13	BI-LO	Delhaize America, Sweetbay, Harveys and Reid's
1/22/13	AUA Private Equity Partners	Associated Food Holdings

Fuente: Elaboración propia con Datos de Duff & Phelps -Food Retail Industry Insights 2016.

Así, el entorno operativo para la industria minorista de alimentos continúa caracterizándose por una intensa competencia de precios y promociones, una expansión agresiva de supercentros, una fragmentación creciente de los formatos minoristas, el ingreso de competidores no tradicionales y la consolidación del mercado; generando un desafiante entorno económico.

En el año 2017 encontramos la siguiente composición de mercado:

Supermercados líderes USA 2017	Ventas en Billones USD	Participación en Ventas del mercado	Cantidad de tiendas
The Kroger Co.*	USD 105,10	30,25%	3,462
Albertsons	USD 57,39	16,52%	2,374
Royal Ahold/Delhaize USA	USD 43,20	12,43%	1,962

Publix Super Markets	USD 34,56	9,95%	1,384
Aldi**	USD 25,86	7,44%	2,250
H-E-B Grocery Co.	USD 21,94	6,32%	330
Neighborhood Market/Marketside (Walmart)	USD 17,04	4,90%	724
Wakefern/ShopRite	USD 16,30	4,69%	360
Whole Foods Markets (Amazon)	USD 15,40	4,43%	443
Southeastern Grocers	USD 10,63	3,06%	735

Fuente: Elaboración propia con datos de Statista

\* Excluyendo Fred Meyer.

\*\* Incluyendo Trader Joe's,

Esta estadística representa los principales firmas de supermercados en los Estados Unidos en 2017, en base a las ventas al por menor en billones de dólares estadounidenses. En ese mismo año, la empresa The Kroger Co. fue el supermercado líder en los Estados Unidos con ventas al por menor de más de 105 Mill. de dólares estadounidenses con una cuota de mercado del 30,25%.

Los principales competidores de KR, detectados como grandes cadenas dentro del sector de comercio minorista de alimentación son Walmart, Cotsco, Target, entre otros.

#### 4. Análisis FODA Kroger Co.

El análisis FODA es un proceso útil para que las empresas obtengan una comprensión de su mercado. Al revisar las fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas de una empresa, ésta puede responder a las condiciones cambiantes del mismo.

##### 4.1 Fortalezas.

Kroger tiene una participación de mercado significativa, teniendo presencia en treinta y cinco de los cincuenta estados americanos. Encontrarse en muchos de los vecindarios a lo largo del país, permite crear lealtad con los clientes de esas zonas y con

los de otras, que siendo consumidores habituales en los negocios de la empresa cerca de sus hogares, viajan por diferentes motivos a lo largo de la nación.

Kroger ofrece una amplia variedad de formatos de tiendas y diversificación de productos y servicios, incluyendo comestibles, productos orgánicos, comidas preparadas, joyas, flores, combustible, etc. También, los clientes pueden optar por comprar en las tiendas o realizar pedidos en línea para entrega o recogida.

Con un valioso negocio de mercadería con su etiqueta privada, formatos innovadores y enfoque en el servicio al cliente, la compañía puede competir contra grandes estructuras como WalMart o Target.

Los grandes cadenas de supermercados como KR pueden optimizar sus costos, ampliar su poder de negociación con proveedores, mejorar sus capacidades de entrega, almacenamiento y transporte, y lograr precios más competitivos para sus clientes.

Independientemente de las condiciones macroeconómicas, el comercio minorista de alimentos y bebidas es menos propenso a la recesión, así como a los cambios del contexto por comercializar bienes que cubren necesidades básicas.

## 4.2 Debilidades.

Kroger tiene una relación deuda / capital alta y una relación deuda / EBITDA grande en comparación con su grupo de pares. El índice de apalancamiento de la compañía, también se encuentra entre los más altos en su grupo.

Además, la compañía opera treinta y siete plantas de fabricación, varias de éstas incluyen lecherías, panaderías, plantas de producción de bebidas y de productos con carne. La producción de alimentos representa un riesgo de contaminación en los mismos; una corrupción grave podría dañar las marcas propias de la empresa y perjudicar las ganancias corporativas.

Por otro lado, los minoristas de alimentos tradicionales como Kroger, enfrentan diversas presiones relativas a la logística en los servicios de entrega, al almacenamiento correcto de la mercadería, al servicio de venta y postventa en las tiendas y en los hipermercados; todos con altos estándares que deben poder cumplir simultáneamente, lo que implica un posible riesgo en la imagen empresarial ante la presencia de fallas.



Los grandes almacenes suelen estar ubicados en áreas de mucho tráfico, donde los costos de alquiler son generalmente altos, lo que en caso de alzas de gran magnitud en su valor traería aparejado un conflicto financiero para la empresa.

### 4.3 Oportunidades.

La expansión de la compañía en el mercado financiero con el lanzamiento de Kroger Personal Finance (KPF) junto con el Banco de los Estados Unidos, brindó una oportunidad sólida y constante a la empresa. KPF ofrece diversos productos y servicios de finanzas personales que incluyen, entre otros, tarjetas de crédito, de débito prepago o recargables, y de regalos; seguros para mascotas; seguros contra robo de identidad y fraude; y servicios relativos al dinero, como lo son el cambio de cheques, conteo de monedas y servicios de transferencia de caudales.

Otra gran oportunidad es la venta de mercadería online con la implementación de “Kroger Ship”, la plataforma de comercio electrónico mencionada anteriormente, que permite a los consumidores realizar pedidos de una selección de alimentos en [ship.kroger.com](http://ship.kroger.com) y recibirlos en sus puertas.

Otra posible mejora sería la de perfeccionarse en las secciones de productos frescos, saludables, o locales, que son como ya se ha dicho, una nueva tendencia en el consumo, lo que permitiría atraer a nuevos clientes que simpaticen con ellos.

Por otra parte, la industria de la “clínica minorista”, donde brindan consejos de salud a los clientes que cubren necesidades básicas de atención médica, también vacunación y control de la presión arterial está creciendo rápidamente. Los consumidores aprecian la conveniencia de los mismos en las tiendas. Kroger está bien posicionado para aprovechar esta oportunidad, ya que tiene The Little Clinic bajo su paraguas y está expandiendo esta rama de su cadena rápidamente.

### 4.4 Amenazas.

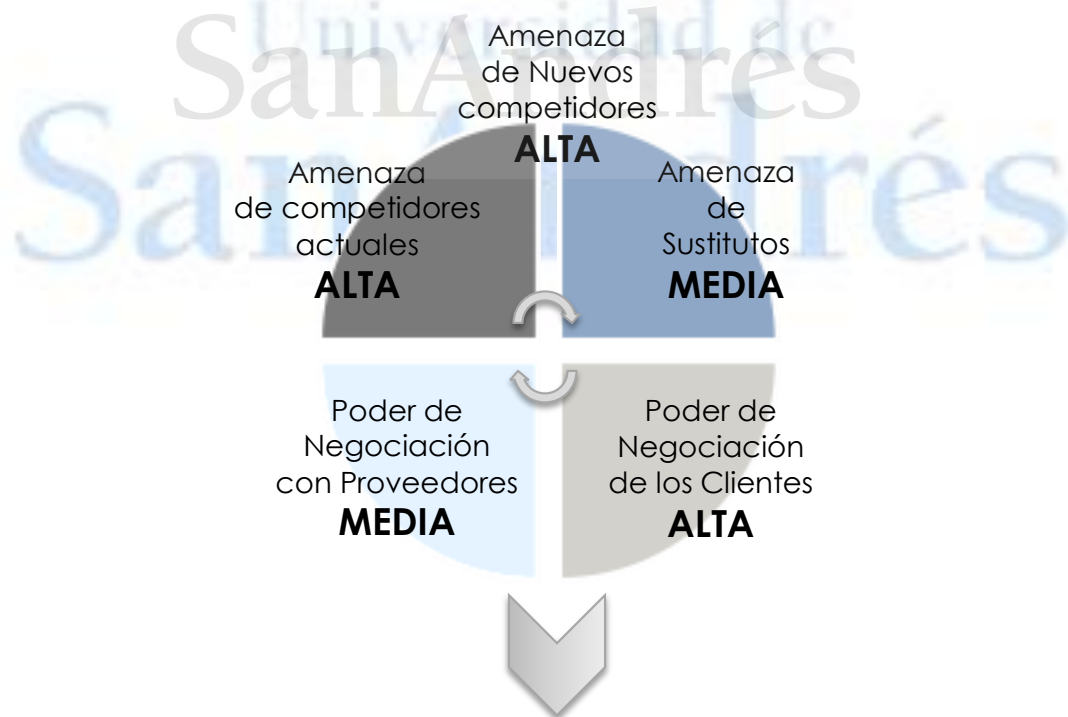
Si empeoraran las condiciones económicas de Estados Unidos, con niveles altos de inflación que afecten el costo de la mercadería, o hubiera altos incrementos en el precio del combustible que afecten el costo de transporte, etc. Kroger podría experimentar reducciones en el margen de ganancia.

Otras amenazas serían la creciente competencia en precios que tienen en éste sector comercial; el incremento de la ventas en línea y su preferencia por sobre las compras en tiendas; y cambios en las preferencias de los consumidores de los alimentos de alta gama y gourmet (con mayores márgenes) hacia otros más económicos y de menor categoría.

## 5. El Modelo de las cinco fuerzas de Porter en Kroger Co.

El Modelo, analiza estratégicamente el comportamiento de cinco fuerzas que determinan la intensidad de la competencia y la rivalidad entre los participantes de una industria, determinando cuan atractiva es ésta en relación a las oportunidades de inversión y rentabilidad que brinda la misma. Porter argumenta que cuanto más fuerte sea cada una de éstas fuerzas, más hostiles serán las posibilidades de las compañías inmersas en ella.

Las cinco fuerzas incluyen tres que son de competencia horizontal: Amenaza de productos sustitutos, amenaza de nuevos competidores en la industria, y la rivalidad entre los mismos; y también comprende a dos de competencia vertical: El poder de negociación de los proveedores, y el poder de negociación de los clientes.



- El comercio de alimentos y demás productos para el hogar se caracteriza por bajos márgenes, con muchos competidores que pugnan ferozmente en la reducción de precios.
- Los competidores sustitutos se ubican principalmente en el segmento del comercio electrónico y de entrega a destino.
- Las barreras de entrada para los nuevos competidores son generalmente bajas, pues no es necesaria una alta inversión en bienes de capital, sin embargo, la escala puede jugar un papel importante. Los jugadores más grandes pueden crearlas contra los más pequeños debido a las ventajas en compras, distribución, marketing y finanzas. Los participantes de menor envergadura, no pueden darse el lujo de competir con ellos en precio, en ofertas de productos y en cobertura geográfica.
- Los minoristas de comestibles pueden lograr cierta lealtad de los clientes ofreciendo buen servicio, conveniencia y precios bajos; sin embargo éstos usuarios son libres de elegir entre las tiendas y marcas sin incurrir en ningún costo adicional.
- Los grandes jugadores tienen un inmenso poder de negociación con los proveedores debido a su escala de operación, no así los más pequeños cuyo poderío es limitado.<sup>10</sup>

## 6. Aspectos Financieros.

Como se ha visto a lo largo del presente trabajo, la empresa ha crecido en los últimos años en sus ventas totales, ello principalmente debido a la adquisición de otros comercios similares, a la introducción en el mercado de la venta en línea, entre otras cosas.

A continuación analizaremos las distintas facetas de sus aspectos financieros.

---

<sup>10</sup> <https://marketrealist.com/2015/10/porters-five-forces-analysis-for-the-us-grocery-industry>

## 6.1 ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL.

A continuación se presenta el Estado de Situación Patrimonial para los años 2013 a 2017 de la empresa The Kroger Co.

Balance (en millones)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Activo Corriente</b>					
Efectivo y equivalentes de efectivo	USD 401	USD 268	USD 277	USD 322	USD 347
Inversiones de corto plazo	USD 0	USD 0	USD 0	USD 0	USD 0
Créditos Netos	USD 1.116	USD 1.266	USD 1.734	USD 1.649	USD 1.637
Inventario	USD 5.651	USD 5.688	USD 6.168	USD 6.561	USD 6.533
Otros activos corrientes	USD 1.662	USD 1.689	USD 1.713	USD 1.808	USD 2.600
<b>Total Activo corriente</b>	<b>USD 8.830</b>	<b>USD 8.911</b>	<b>USD 9.892</b>	<b>USD 10.340</b>	<b>USD 11.117</b>
<b>Activo No Corriente</b>					
Inversiones de Largo plazo	USD 0	USD 0	USD 0	USD 0	USD 0
Activos Fijos	USD 16.893	USD 17.912	USD 19.619	USD 21.016	USD 21.071
Llave de Negocios	USD 2.135	USD 2.304	USD 2.724	USD 3.031	USD 2.925
Activos Intangibles	USD 702	USD 757	USD 1.053	USD 1.153	USD 1.100
Otros activos	USD 721	USD 672	USD 609	USD 965	USD 984
Activos Diferidos	USD 0	USD 0	USD 0	USD 0	USD 0
<b>Total de Activos</b>	<b>USD 29.281</b>	<b>USD 30.556</b>	<b>USD 33.897</b>	<b>USD 36.505</b>	<b>USD 37.197</b>
<b>Pasivo Corriente</b>					
Cuentas a pagar	USD 6.279	USD 6.630	USD 7.375	USD 7.303	USD 6.957
Deuda de Corto Plazo (parte proporcional de deudas de LP)	USD 1.657	USD 1.885	USD 2.370	USD 2.252	USD 3.560
Otros pasivos corrientes	USD 2.769	USD 2.888	USD 3.226	USD 3.305	USD 3.680
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>USD 10.705</b>	<b>USD 11.403</b>	<b>USD 12.971</b>	<b>USD 12.860</b>	<b>USD 14.197</b>
<b>Deudas de Largo Plazo (LP)</b>	<b>USD 9.653</b>	<b>USD 9.771</b>	<b>USD 9.709</b>	<b>USD 11.825</b>	<b>USD 12.029</b>
Otros Pasivos no corrientes	USD 2.147	USD 2.731	USD 2.667	USD 3.183	USD 2.498
Pasivos Diferidos	USD 1.381	USD 1.209	USD 1.752	USD 1.927	USD 1.568
<b>Total Pasivos</b>	<b>USD 23.886</b>	<b>USD 25.114</b>	<b>USD 27.099</b>	<b>USD 29.795</b>	<b>USD 30.292</b>
<b>Patrimonio Neto</b>					
Capital (en acciones comunes)	USD 959	USD 959	USD 1.918	USD 1.918	USD 1.918
Aporte de capital	USD 3.549	USD 3.707	USD 2.980	USD 3.070	USD 3.161
Ganancias Retenidas	USD 10.981	USD 12.367	USD 14.011	USD 15.543	USD 17.007
Acciones Propias en Cartera	USD 9.641	USD 10.809	USD 11.409	USD 13.118	USD 14.684
Otras cuentas patrimoniales	USD 464	USD 812	USD 680	USD 715	USD 471
<b>Total Patrimonio Neto de los accionistas</b>	<b>USD 5.384</b>	<b>USD 5.412</b>	<b>USD 6.820</b>	<b>USD 6.698</b>	<b>USD 6.931</b>
Intereses Minoritarios	USD 11	USD 30	USD 22	USD 12	USD 26
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>USD 5.395</b>	<b>USD 5.442</b>	<b>USD 6.798</b>	<b>USD 6.710</b>	<b>USD 6.905</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio Neto</b>	<b>USD 29.281</b>	<b>USD 30.556</b>	<b>USD 33.897</b>	<b>USD 36.505</b>	<b>USD 37.197</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger y 10K.

En el siguiente cuadro se muestran los puntos de variación porcentual interanual que cada concepto ha sufrido en los últimos cuatro años analizados.

<b>Variación Patrimonial</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Activo Corriente</b>				
Efectivo y equivalentes de efectivo	-33,17%	3,36%	16,25%	7,76%
Inversiones de corto plazo				
Créditos Netos	13,44%	36,97%	-4,90%	-0,73%
Inventario	0,65%	8,44%	6,37%	-0,43%
Otros activos corrientes	1,62%	1,42%	5,55%	43,81%
<b>Total Activo corriente</b>	<b>0,92%</b>	<b>11,01%</b>	<b>4,53%</b>	<b>7,51%</b>
<b>Activo No Corriente</b>				
Inversiones de Largo plazo				
Activos Fijos	6,03%	9,53%	7,12%	0,26%
Llave de Negocios	7,92%	18,23%	11,27%	-3,50%
Activos Intangibles	7,83%	39,10%	9,50%	-4,60%
Otros activos	-6,80%	-9,38%	58,46%	1,97%
Activos Diferidos				
<b>Total Activo no corriente</b>	<b>5,84%</b>	<b>10,90%</b>	<b>9,00%</b>	<b>-0,32%</b>
<b>Total de Activos</b>	<b>4,35%</b>	<b>10,93%</b>	<b>7,69%</b>	<b>1,90%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>				
Cuentas a pagar	5,59%	11,24%	-0,98%	-4,74%
Deuda de Corto Plazo (parte proporcional de deudas de LP)	13,76%	25,73%	-4,98%	58,08%
Otros pasivos corrientes	4,30%	11,70%	2,45%	11,35%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>6,52%</b>	<b>13,75%</b>	<b>-0,86%</b>	<b>10,40%</b>
<b>Pasivo no Corriente</b>				
Otros Pasivos no corrientes	1,22%	-0,63%	21,79%	1,73%
Pasivos Diferidos	27,20%	-2,34%	19,35%	-21,52%
<b>Total Pasivo no corriente</b>	<b>4,02%</b>	<b>3,04%</b>	<b>19,87%</b>	<b>-4,96%</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>5,14%</b>	<b>7,90%</b>	<b>9,95%</b>	<b>1,67%</b>
<b>Patrimonio Neto</b>				
Capital (en acciones comunes)	0,00%	100,00%	0,00%	0,00%
Aporte de capital	4,45%	-19,61%	3,02%	2,96%
Ganancias Retenidas	12,62%	13,29%	10,93%	9,42%
Acciones Propias en Cartera	12,11%	5,55%	14,98%	11,94%
Otras cuentas patrimoniales	75,00%	-16,26%	5,15%	-34,13%
Total Patrimonio Neto de los accionistas	0,52%	26,02%	-1,79%	3,48%
Intereses Minoritarios	172,73%	-173,33%	-154,55%	-316,67%
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>0,87%</b>	<b>24,92%</b>	<b>-1,29%</b>	<b>2,91%</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio Neto</b>	<b>4,35%</b>	<b>10,93%</b>	<b>7,69%</b>	<b>1,90%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger y 10K.

De esta variación porcentual anual patrimonial podemos observar una disminución en el total de los activos debido a un menor porcentaje de los de largo plazo y uno mayor de los de corto plazo, pero en menor cuantía. Por otro lado, en relación a las deudas, se ve una tendencia a optar por una política financiera de corto plazo. Analizando el patrimonio propio de la empresa, se observa un incremento en las ganancias retenidas y en las acciones propias en cartera que posee la entidad.

Si analizamos la **rentabilidad económica de la empresa o ROA**, por sus siglas en inglés que significan "Return on Assets", que mide la rentabilidad del total de activos de la empresa independientemente de su fuente de financiamiento; y se calcula como el cociente entre el beneficio neto y el activo total, se observa que la misma es superior al 5%, cifra considerada como un parámetro positivo del indicador; el mismo hizo una alza en el 2015 y luego disminuye en los últimos dos años.

Por otra parte, en relación a la **rentabilidad financiera o ROE**, por sus siglas en inglés ("Return on Equity"), que es un indicador que mide la rentabilidad obtenida por la empresa sobre sus fondos propios. Su fórmula de cálculo surge de la división siguiente: Beneficio neto/Fondos propios. Al observar este indicador en Kroger, vemos que el mismo ha caído en el último año analizado un 1,97% en relación al año previo.

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>ROA</b>	5,19%	5,66%	6,02%	5,41%	5,13%
<b>ROE</b>	28,21%	31,93%	29,90%	29,49%	27,51%

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger y Reuters.

Para un análisis más detenido de la composición patrimonial, se presentan a continuación un cuadro con algunos otros ratios financieros:

Ratios de Liquidez	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio de la industria
<b>Liquidez ácida</b>	<b>0,30</b>	<b>0,28</b>	<b>0,29</b>	<b>0,29</b>	<b>0,32</b>	<b>0,74</b>
1Y Crecimiento	16,8%	-4,8%	1,6%	2,4%	9,9%	
<b>Liquidez Corriente</b>	<b>0,82</b>	<b>0,78</b>	<b>0,76</b>	<b>0,80</b>	<b>0,78</b>	<b>1,31</b>
1Y Crecimiento	14,6%	-5,3%	-2,4%	5,4%	-2,6%	
<b>Ciclo de efectivo (días)</b>	<b>7,30</b>	<b>7,00</b>	<b>7,30</b>	<b>7,90</b>	<b>7,70</b>	<b>18,7</b>
1Y Crecimiento	0,1%	-4,1%	4,3%	8,2%	-2,5%	

<b>Ratios de Apalancamiento</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Promedio de la industria</b>
<b>Activos (sin Aj. Arrend. Oper)/ P. Neto</b>	<b>5,44</b>	<b>5,65</b>	<b>4,97</b>	<b>5,45</b>	<b>5,37</b>	<b>2,73</b>
1Y Crecimiento	(7,1%)	3,8%	-12,0%	9,7%	-1,5%	
<b>Deuda / Patrimonio Neto</b>	<b>2,10</b>	<b>2,15</b>	<b>1,77</b>	<b>2,10</b>	<b>2,25</b>	<b>0,73</b>
1Y Crecimiento	(0,4%)	2,7%	-17,8%	18,7%	7,0%	
<b>Patrimonio Neto/ Deuda de LP</b>	<b>0,56</b>	<b>0,56</b>	<b>0,70</b>	<b>0,57</b>	<b>0,57</b>	
1Y Crecimiento		-0,3%	25,7%	-19,0%	1,2%	
<b>(Deuda Total - Efectivo) / EBITDA</b>	<b>2,46</b>	<b>2,24</b>	<b>2,08</b>	<b>2,38</b>	<b>3,37</b>	<b>2,20</b>
1Y Crecimiento	16,3%	-9,1%	-7,0%	14,3%	41,6%	

Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters y Kroger.

En cuanto a los **ratios de liquidez**, que se utilizan para medir el grado de solvencia que tiene una empresa, es decir, si va a ser capaz de pagar sus deudas al vencimiento. Los más utilizados: liquidez corriente y liquidez ácida; el primero que indica la proporción de deudas a corto plazo que se pueden cubrir con elementos del activo; mientras que el segundo es una medida más afinada de la capacidad que tiene una empresa para afrontar sus deudas a corto con elementos de activo, puesto que resta de estos elementos los que forman parte del inventario. El motivo para restarlos es porque los activos que forman parte del inventario son los menos líquidos,

$$\text{Liquidez corriente} = \text{Activo Corriente} / \text{Pasivo Corriente.}$$

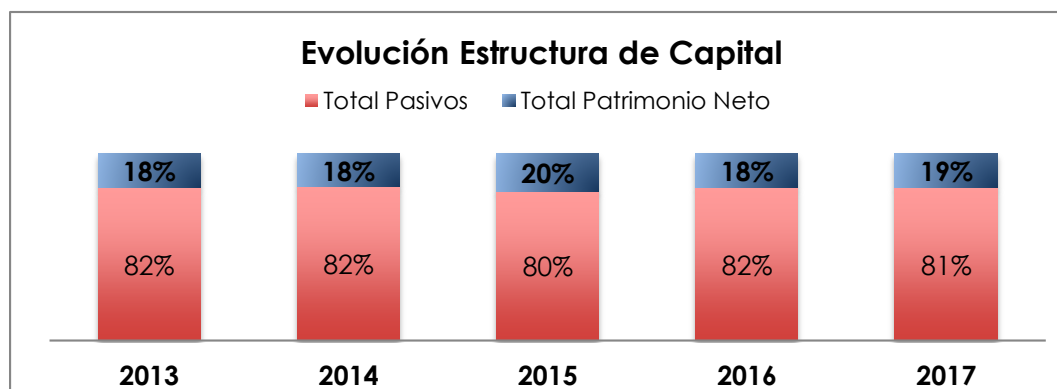
$$\text{Prueba ácida} = (\text{Activo Corriente} - \text{Inventario}) / \text{Pasivo Corriente.}$$

Ambos ratios de liquidez se han mantenido a lo largo de los cinco años analizados en porcentajes prácticamente iguales, pudiendo dilucidar que Kroger es una empresa financieramente solvente y con capacidad de repago.

Por otro lado, los **Ratios de endeudamiento**, informan acerca del nivel de deudas que posee una empresa en relación con su patrimonio neto. En ellos se evidencia que la entidad se encuentra altamente apalancada, duplicando en promedio los pasivos al patrimonio propio empresarial.

$$\text{Ratio de endeudamiento} = (\text{Pasivo} / \text{Patrimonio Neto})$$

Además en el gráfico a continuación observamos que la estructura de capital se ha mantenido a lo largo del tiempo en el orden de un 18% de patrimonio propio frente a un 82% de capital ajeno, demostrando el alto apalancamiento existente.



Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger y 10K.

Finalmente al ver la relación entre las deudas y el EBITDA de KR, donde percibimos la capacidad del emisor para contraer compromisos adicionales y de refinanciar la deuda vencida, mostrando la cantidad de años que llevaría a la empresa saldar sus deudas a base de EBITDA. Observamos, al igual que en el ratio anterior, el alto nivel de apalancamiento de la empresa en relación a su cuenta de resultados; lo que ha ido empeorando en los últimos años, llegando a un valor de 3,37.

Por otro lado, considerando la **Inversión en Capital**, por sus siglas en inglés CAPEX, que se refiere a los fondos gastados por la empresa para adquirir nuevos bienes o mejorar sus activos físicos (como lo son las propiedades, los edificios industriales o los equipos, etc.), entre períodos de tiempo diferentes, y que surge de la siguiente fórmula:

$$\text{CAPEX} = \text{Inmovilizado Neto (año } t) - \text{Inmovilizado Neto (año } t-1) + \text{Amortizaciones (año } t)$$

En relación a la inversión en capital fijo, la empresa ha mantenido unas políticas constantes, especialmente derivadas de la adquisición de nuevos locales, la apertura de otros en algunos casos, y/o la remodelación de los ya existentes. Si analizamos el ratio CAPEX / Ventas, encontramos lo siguiente:

CAPEX	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Activos Fijos o PPE	USD 14.875	USD 16.893	USD 17.912	USD 19.619	USD 21.016	USD 21.071
Depreciación y amortización		USD 1.703	USD 1.948	USD 2.089	USD 2.340	USD 2.436
CAPEX		USD 3.721	USD 2.967	USD 3.796	USD 3.737	USD 2.491
<b>Relación CAPEX y Ventas</b>						
Ventas		USD 98.375	USD 108.465	USD 109.830	USD 115.337	USD 122.662
CAPEX/Ventas		3,78%	2,74%	3,46%	3,24%	2,03%
ROIC = NOPAT/ (PN + Deudas LP y CP)		11,87%	13,36%	13,76%	12,02%	6,73%

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger



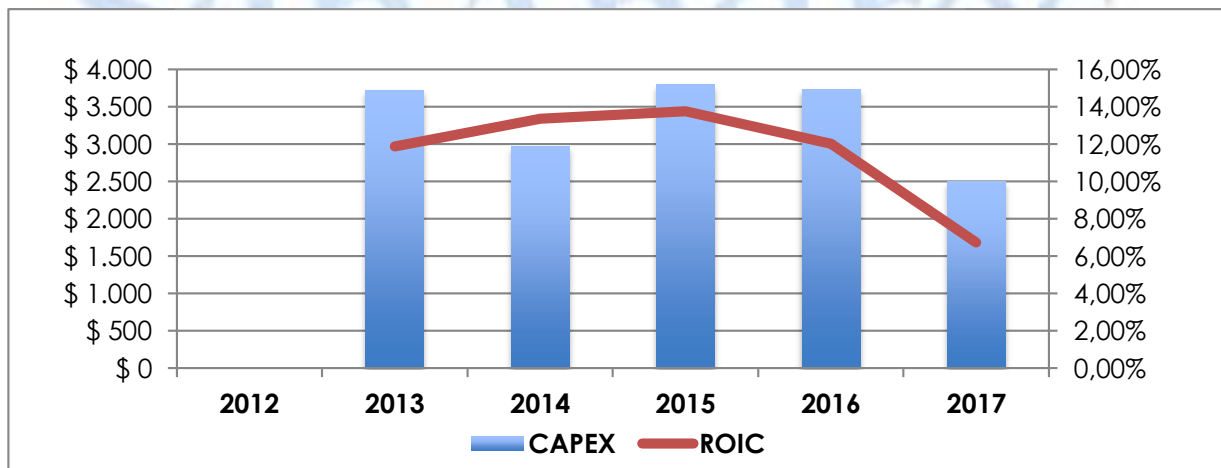
Como puede avizorarse la inversión de la firma en capital en relación a las ventas, se mantuvo en promedio en el 3,05%; con una proyección para el futuro de continuarse en ese sentido según lo informado por la empresa; principalmente haciendo hincapié en la adquisición de algunos de los locales que actualmente se encuentran alquilando, en la reubicación y en la expansión de otros.

La composición de la cuenta de activos fijos o de “PPE” (Propiedad, Planta y Equipos) es la siguiente:

Propiedades, plantas y equipos	2013	2014	2015	2016	2017
Terrenos	USD 2.639	USD 2.819	USD 2.997	USD 3.197	USD 3.201
Accesorios y equipos	USD 11.037	USD 11.587	USD 12.520	USD 13.495	USD 13.635
Otras Propiedades	USD 18.703	USD 20.134	USD 22.150	USD 23.896	USD 24.895
<b>Propiedades, plantas y equipos</b>	<b>USD 32.379</b>	<b>USD 34.540</b>	<b>USD 37.667</b>	<b>USD 40.588</b>	<b>USD 41.731</b>
Depreciación Acumulada	USD 15.486	USD 16.628	USD 18.048	USD 19.572	USD 20.660
<b>Propiedades. plantas y equipos Netas</b>	<b>USD 16.893</b>	<b>USD 17.912</b>	<b>USD 19.619</b>	<b>USD 21.016</b>	<b>USD 21.071</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger.

Si observamos la evolución del CAPEX, y los Retornos sobre el Capital Invertido (ROIC) en el período que va del 2013 al 2017, vemos que la empresa ha disminuido casi a la mitad su rendimiento en este sentido, de 12,02% a 6,73% en el año 2017. El ROIC complementa a los ratios de rentabilidad ROA y ROE, sólo que a diferencia de estos ratios que toman como referencia al beneficio neto, el ROIC utiliza el EBIT neto de impuestos. En el presente se utilizó para ello a la tasa impositiva promedio (27,30%).



Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger

Por otro lado, las inversiones totales en capital durante el 2017 fueron de USD 2,9 mil millones, excluyendo fusiones, adquisiciones y compras de instalaciones arrendadas. Aproximadamente el 40% de las mismas se utilizaron para construir, adquirir, ampliar o completar remodelaciones importantes de tiendas. El saldo remanente se asignó a proyectos de combustible, a refacciones, a mantenimientos menores, y a otros segmentos operativos o administrativos de la compañía, incluyendo en éstos a joyerías, manufacturas, tecnología, logística / distribución y a otros proyectos misceláneos.

Inversiones en Capital	2015	2016	2017
Grandes Proyectos	USD 1.238	USD 1.539	USD 691
Remodelaciones Mayores	USD 576	USD 480	USD 515
Remodelaciones Menores/Combustible	USD 710	USD 791	USD 908
Tecnología/Digital	USD 270	USD 309	USD 290
Manufactura/Logística	USD 345	USD 302	USD 251
Otros	USD 207	USD 201	USD 340
<b>TOTAL</b>	<b>USD 3.346</b>	<b>USD 3.622</b>	<b>USD 2.995</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger y de Fact Book

Respecto al **Capital de Trabajo** requerido por la empresa ("**WC**" por sus siglas en inglés "Working Capital"), el mismo ha sido negativo hasta el año 2017, debido a que los pasivos corrientes han superado a los activos de corto plazo; con un porcentaje sobre ventas inferior al uno por ciento. Recién en el último año el mismo pasa a ser positivo, lo cual resulta razonable, pues, como afirma Damodaran, un capital de trabajo negativo no suele mantenerse indefinidamente.

Una empresa que tiene un capital de trabajo negativo está generalmente apalancándose en proveedores como fuente de financiamiento de bajo costo. Varias firmas, han usado esta estrategia para crecer; si bien esto puede parecer una maniobra rentable, existen posibles desventajas. La primera es que el crédito del proveedor generalmente no es realmente gratis, y la segunda es que los contadores y las agencias de calificación crediticia consideraron habitualmente a un capital de trabajo negativo como una señal de riesgo de incumplimiento.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/valquestions/noncashwc.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/noncashwc.htm)

Capital de Trabajo (WC)	2013	2014	2015	2016	2017
Activos Corrientes sin Efectivo	USD 8.429	USD 8.643	USD 9.615	USD 10.018	USD 10.770
Pasivo Corriente sin Deudas	USD 9.048	USD 9.518	USD 10.601	USD 10.608	USD 10.637
WC	- USD 619	- USD 875	- USD 986	- USD 590	USD 133
<b>% WC/ ventas</b>	<b>-0,63%</b>	<b>-0,81%</b>	<b>-0,90%</b>	<b>-0,51%</b>	<b>0,11%</b>
<b>Δ WC</b>		<b>-USD 256</b>	<b>-USD 111</b>	<b>USD 396</b>	<b>USD 723</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger

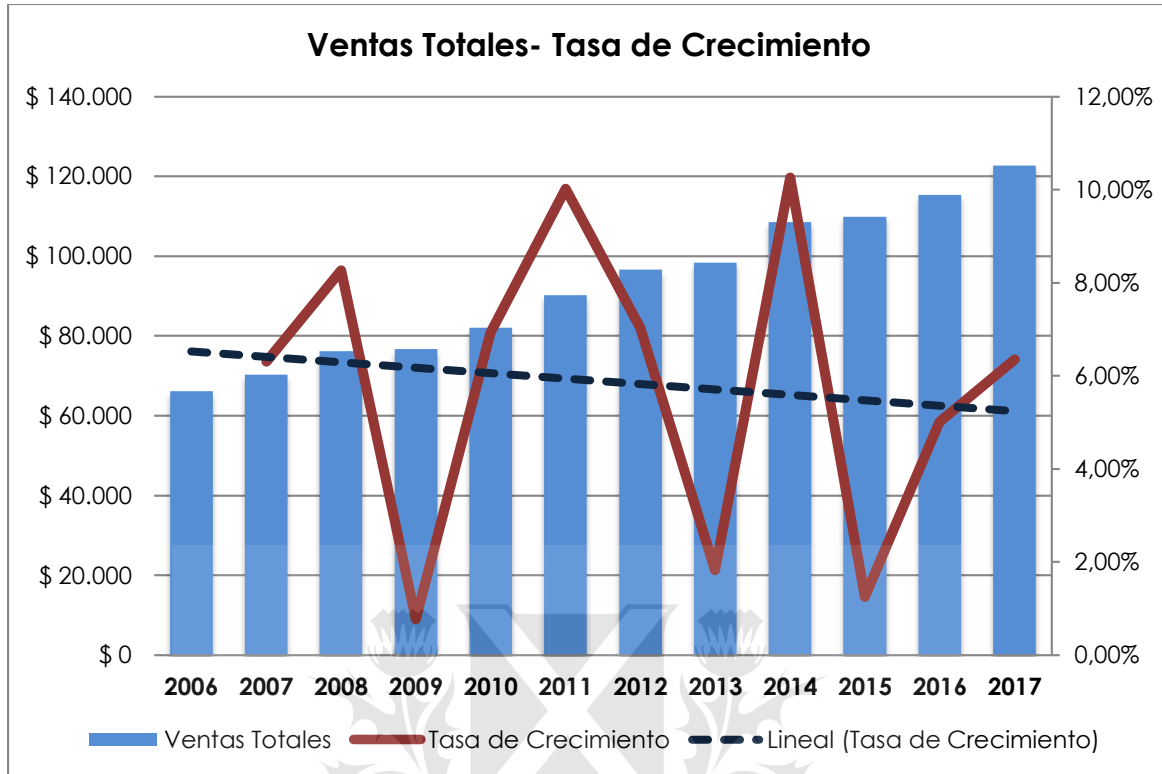
## 6.2 VENTAS Y RESULTADOS.

Si observamos la evolución del Estado de Resultados de los últimos cuatro años, encontramos la siguiente situación:

Estado de Resultados (expresado en porcentajes del año anterior)	2014	2015	2016	2017
Ventas Totales	10,26%	1,26%	5,01%	6,35%
Costo de Ventas	9,44%	-0,02%	4,69%	6,88%
Ganancia Bruta	13,42%	6,02%	6,17%	4,51%
Gastos Administrativos y de Ventas (SGA)	13,02%	4,48%	7,45%	12,06%
Otros Gasto- Depreciaciones y Amortizaciones (D&A)	14,39%	7,24%	12,02%	4,10%
Ganancia antes de interese e impuestos (EBIT)	15,12%	13,99%	-3,91%	-39,32%
Gastos en Intereses	10,16%	-1,23%	8,30%	15,13%
Ganancia antes de impuestos (EBT)	16,08%	16,80%	-5,82%	-49,07%
Impuesto a las ganancias	20,11%	15,85%	-8,42%	-142,32%
Participación Minoritaria	58,33%	-47,37%	-280,00%	0,00%
Ganancia Neta	13,76%	18,00%	-3,14%	-3,44%

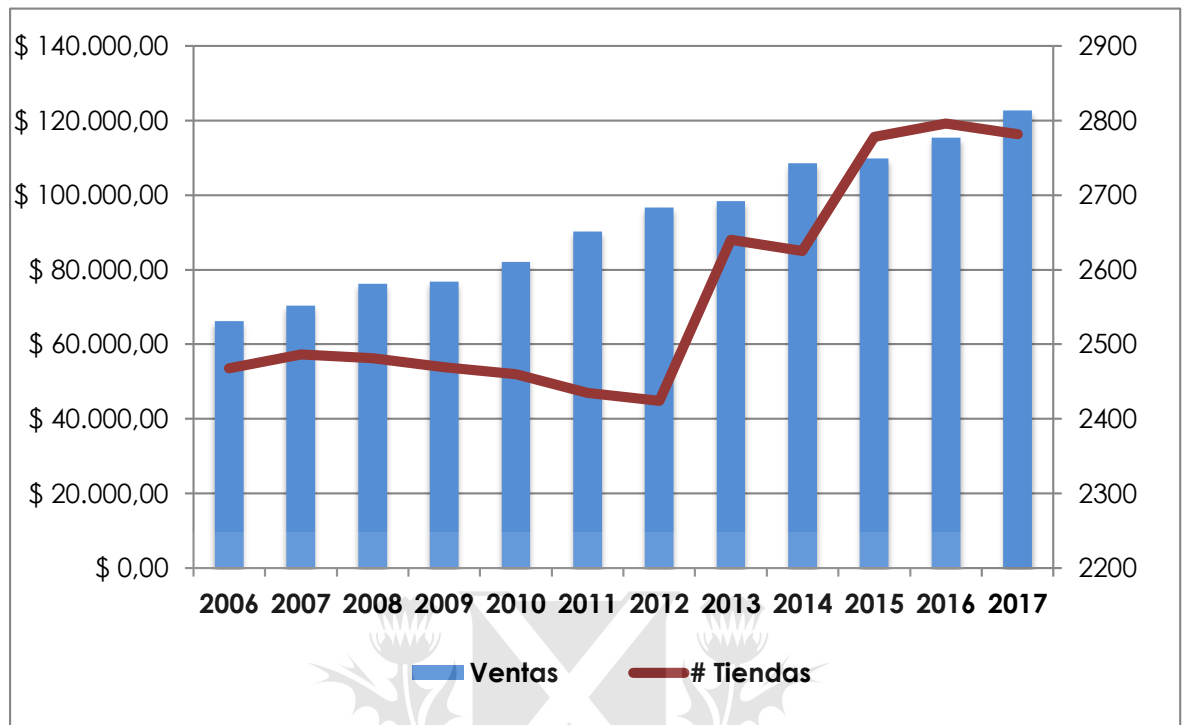
Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger y 10K.

Si bien las **ventas totales** de la empresa se incrementaron con el correr de los años, la variación porcentual interanual no fue constante y sostenida; si no que fue incrementándose pero a una tasa decreciente como puede avizorarse en la línea de tendencia del gráfico a continuación.



La **tasa de crecimiento anual compuesta o CAGR**, por sus siglas en inglés, es una métrica que suaviza las ganancias anuales en ingresos, retornos, clientes, etc., durante un número específico de años, como si el crecimiento ocurriera de manera constante cada año durante ese período de tiempo. En el caso de Kroger, la CAGR ha venido disminuyendo, siendo en los últimos doce años 5,28%, en los últimos cinco 4,51%, y en los tres últimos de 3,79%.

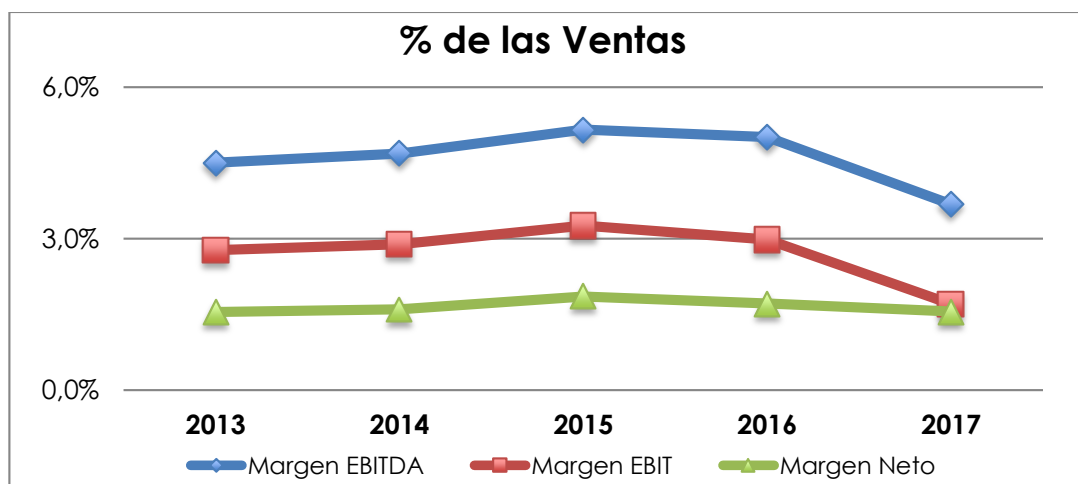
Por otra parte, en el gráfico a continuación, se muestran tanto el **nivel de ventas**, como el **número de tiendas propias** de Kroger. En el mismo, puede observarse que ambas métricas se hayan en aumento, acompañándose y mostrando la clara intención de la empresa de crecer en este sentido; siendo posible que el incremento en las primeras se deba al acrecimiento en las segundas. El porcentaje de apertura de nuevos locales durante el período que va del 2006 al 2017 fue de 12,72%; siendo el promedio de aperturas por año de 1,14%.



Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger y Reuters

La **ganancia antes de intereses e impuestos o EBIT**, por sus siglas en inglés, fue de USD 2,1 mil Mill. en 2017, USD 3,4 mil Mill. en 2016 y USD 3,6 mil Mill. en 2015. Ésta, como porcentaje de las ventas, fue de 1,70% en 2017, 2,98% en 2016 y 3,26% en 2015; es decir, que disminuyó 128 puntos básicos en 2017 en comparación con 2016, y que disminuyó 28 puntos básicos en 2016, en comparación con 2015. Ello debido a un menor margen bruto, y un aumento de los gastos administrativos y de ventas.

Adicionalmente, podemos ver que si bien las ventas han crecido en valores absolutos, al verificar la relación porcentual de las mismas con los diferentes niveles de ingresos **EBIT**, **EBITDA** y **Ganancia Neta**, las fracciones han ido disminuyendo desde el 2013 a la fecha. Es importante destacar, que las ganancias netas no se modifican en gran cuantía debido a que la disminución en la tasa del impuesto a las ganancias que surge de la nueva ley promulgada por EE.U.U. en el 2017; la que impacta favorablemente en el resultado final del ejercicio económico. En síntesis, si bien las ventas son mayores, el resultado de las mismas ha variado en forma decreciente, como se visualiza en los siguientes gráfico y cuadro:



Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger y Reuters

	2013	2014	2015	2016	2017	Crecimiento Promedio
Ventas Totales	USD 98.375	USD 108.465	USD 109.830	USD 115.337	USD 122.662	
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>USD 20.237</b>	<b>USD 22.953</b>	<b>USD 24.334</b>	<b>USD 25.835</b>	<b>USD 27.000</b>	
Crecimiento Ganancia Bruta		13,42%	6,02%	6,17%	4,51%	
Margen Bruto	20,57%	21,16%	22,16%	22,40%	22,01%	
Crecimiento Margen Bruto		2,87%	4,70%	1,10%	-1,73%	<b>1,73%</b>
<b>Ganancia Operativa</b>	<b>USD 2.725</b>	<b>USD 3.137</b>	<b>USD 3.576</b>	<b>USD 3.436</b>	<b>USD 2.085</b>	
Crecimiento Ganancia Operativa		15,12%	13,99%	-3,91%	-39,32%	<b>-3,53%</b>
Margen Operativo	2,77%	2,89%	3,26%	2,98%	1,70%	
Crecimiento Margen Operativo		4,41%	12,58%	-8,50%	-42,94%	<b>-8,61%</b>
<b>Ganancia Neta</b>	<b>USD 1.519</b>	<b>USD 1.728</b>	<b>USD 2.039</b>	<b>USD 1.975</b>	<b>USD 1.907</b>	
Crecimiento Ganancia Neta		13,76%	18,00%	-3,14%	-3,44%	<b>6,29%</b>
Margen Neto	1,5%	1,6%	1,9%	1,7%	1,6%	
Crecimiento Margen Neto		3,18%	16,53%	-7,76%	-9,21%	<b>0,68%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger

### 6.3 INDICADORES PROPIOS DE LA INDUSTRIA.

A continuación se analizarán algunos indicadores propios de la industria de comercialización de alimentos para obtener algunas conclusiones respecto al comportamiento de las ventas de Kroger en los últimos años, y proyectar lo que sucederá en adelante.

El cuadro siguiente muestra algunos de ellos, indicando lo sucedido anualmente durante el lapso que va del 2010 al 2017 en relación a las ventas de Kroger. Todos ellos con el efecto inflacionario neutralizado.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Prom. 3 Años	Prom. 5 Años
<b>IPC1/IPC0</b>	<b>1,02</b>	<b>1,03</b>	<b>1,02</b>	<b>1,01</b>	<b>1,02</b>	<b>1,00</b>	<b>1,01</b>	<b>1,02</b>		
<b>% Inflación</b>	<b>1,64%</b>	<b>3,16%</b>	<b>2,07%</b>	<b>1,46%</b>	<b>1,62%</b>	<b>0,12%</b>	<b>1,26%</b>	<b>2,13%</b>		
Ventas (en Mill.)	USD 82.049	USD 90.269	USD 96.616	USD 98.375	USD 108.465	USD 109.830	USD 115.337	USD 122.662		
Ventas (en Mill.) Deflactadas	USD 80.725	USD 87.507	USD 94.657	USD 96.955	USD 106.734	USD 109.700	USD 113.900	USD 120.104		
<b>% Crecimiento de Ventas Deflactadas</b>	<b>5,29%</b>	<b>6,86%</b>	<b>4,96%</b>	<b>0,36%</b>	<b>8,63%</b>	<b>1,14%</b>	<b>3,75%</b>	<b>4,22%</b>	<b>4,51%</b>	<b>3,77%</b>
Ventas en la misma tienda (SSS)	5,70%	9,20%	4,50%	3,30%	4,20%	1,10%	0,10%	1,90%		
<b>Ventas en la misma tienda (SSS) Deflactadas</b>	<b>4,06%</b>	<b>6,04%</b>	<b>2,43%</b>	<b>1,84%</b>	<b>2,58%</b>	<b>0,98%</b>	<b>-1,16%</b>	<b>-0,23%</b>	<b>-0,14%</b>	<b>0,80%</b>
Ventas promedio por Local Comercial (en Mill)	USD 33	USD 37	USD 40	USD 33	USD 33	USD 35	USD 35	USD 36		
Ventas promedio por Local Deflactadas (en Mill.)	USD 33	USD 36	USD 39	USD 33	USD 32	USD 35	USD 34	USD 35		
<b>% Crecimiento de Ventas promedio por Local Deflactas</b>		<b>9,36%</b>	<b>8,40%</b>	<b>-15,22%</b>	<b>-2,29%</b>	<b>7,00%</b>	<b>-0,45%</b>	<b>2,90%</b>	<b>3,15%</b>	<b>-1,61%</b>
Ventas por Metro Cuadrado	USD 552	USD 607	USD 646	USD 613	USD 671	USD 633	USD 649	USD 685		
Ventas por Metro Cuadrado Deflactadas	USD 543	USD 589	USD 633	USD 604	USD 660	USD 632	USD 641	USD 671		
<b>% Crecimiento de Ventas por m<sup>2</sup></b>		<b>8,27%</b>	<b>7,29%</b>	<b>-4,56%</b>	<b>9,20%</b>	<b>-4,14%</b>	<b>1,32%</b>	<b>4,68%</b>	<b>0,62%</b>	<b>1,30%</b>
<b>Promedio Vertical de Índices</b>	<b>4,67%</b>	<b>7,63%</b>	<b>5,77%</b>	<b>-4,40%</b>	<b>4,53%</b>	<b>1,24%</b>	<b>0,86%</b>	<b>2,89%</b>	<b>1,67%</b>	<b>1,03%</b>
<b>Mediana Vertical de índices</b>	<b>4,67%</b>	<b>7,56%</b>	<b>6,13%</b>	<b>-2,10%</b>	<b>5,61%</b>	<b>1,06%</b>	<b>0,43%</b>	<b>3,56%</b>	<b>1,88%</b>	<b>1,05%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger, eMarketer y Reuters

El primer indicador propio de la industria que analizaremos es el denominado **Ventas en la misma Tienda**, en inglés "Same Store Sales" (SSS), que también se conocen como ventas en tiendas comparables, idénticas o similares. Se refiere a un término comercial que muestra la diferencia en los ingresos generados por cada uno de los establecimientos existentes de una cadena minorista durante un período determinado (a menudo un trimestre fiscal o una temporada de compras en particular), en comparación con un período idéntico en el pasado, generalmente el año anterior. Al comparar los datos de ventas del mismo comercio en distintos períodos, la analogía evita el cotejo de datos que son fundamentalmente incomparables. Esta métrica financiera y operativa se expresa como un porcentaje. En esta industria en general el porcentaje es de 1,50%; mientras que el promedio en Kroger en los últimos cinco años, teniendo en cuenta el efecto inflacionario, fue de 0,80%, disminuyendo en los últimos tres a un promedio de -0,14%.

Las ventas en idénticos supermercados son una medida clave de la salud en la industria minorista de alimentos. Kroger define un supermercado como "idéntico" cuando ha estado abierto sin expansión o reubicación durante cinco trimestres completos.<sup>12</sup>

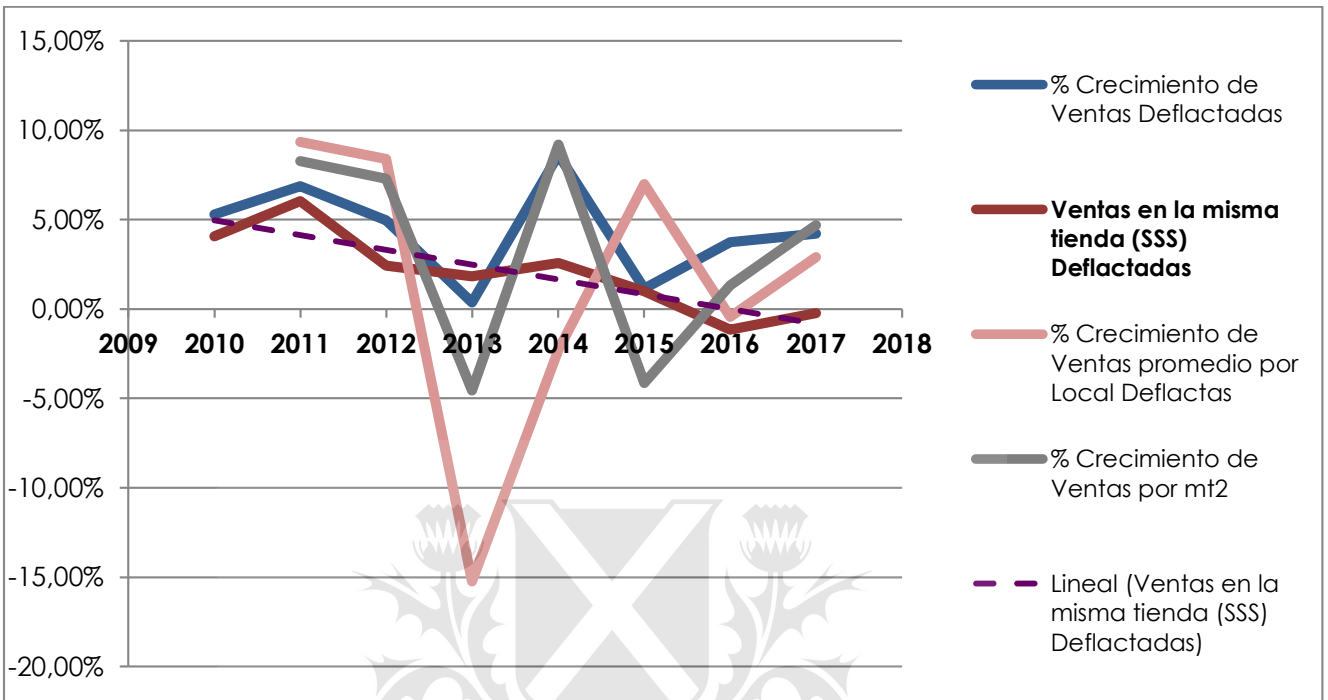
Otros dos indicadores propios de la industrias, son la **cantidad de tiendas** existentes en la cadena de supermercados y la **cuantía de metros cuadrados** que ellos conllevan. El primero, muestra que en promedio en la industria una cadena de supermercados posee aproximadamente 1.500 tiendas; siendo la media en Kroger en los últimos 5 años analizados de 2.724 locales, lo que demuestra la gran extensión geográfica de la oferta de la empresa. La segunda métrica, en el caso de Kroger fue en promedio 170,52 Mill. de mt<sup>2</sup>.

---

<sup>12</sup> Fact Book 2017 de Kroger,



A continuación se muestra un gráfico de las variables en cuestión:



Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger, eMarketer y Reuters

Como puede observarse la métrica de SSS permanece medianamente constante con el correr de los años (moviéndose en el rango que va del 6% al -1%, con una tendencia bajista en los últimos tiempos) en relación al resto que se mueven en picos más pronunciados; por ello es considerada en el presente trabajo como la más fiable para predecir comportamientos futuros.

## 7. Impacto y comportamiento de los inductores “externos” o drivers.

Los cambios de las variables macroeconómicas claves de un país generan efectos negativos o positivos en cada empresa dependiendo del sector económico al que pertenezca. A estos factores en su conjunto, se los denomina inductores o “drivers” económicos o externos.

Considerando los datos alcanzados entre los años 2012 y 2017, se analizó la relación entre las variables de la empresa y del país donde se encuentra, utilizando a este efecto el modelo de regresión lineal. Se obtuvieron así el p-valor y la correlación existente

entre algunas de las variables macro influyentes en el sector (inflación, tasa de desempleo, producto interno bruto, etc.) y los niveles de ventas en la misma tienda o “SSS” obtenidos por la firma.

En estadística, el coeficiente de correlación de Pearson “ $r_{xy}$ ”, es una medida lineal entre dos variables aleatorias cuantitativas que mide el grado de relación de éstas, siendo a diferencia de la covarianza, independiente de su escala de medida. El valor del índice de correlación varía en el intervalo  $[-1,1]$ , indicando el signo el sentido de la relación entre las variables, y su cercanía al uno la fuerza de la misma.

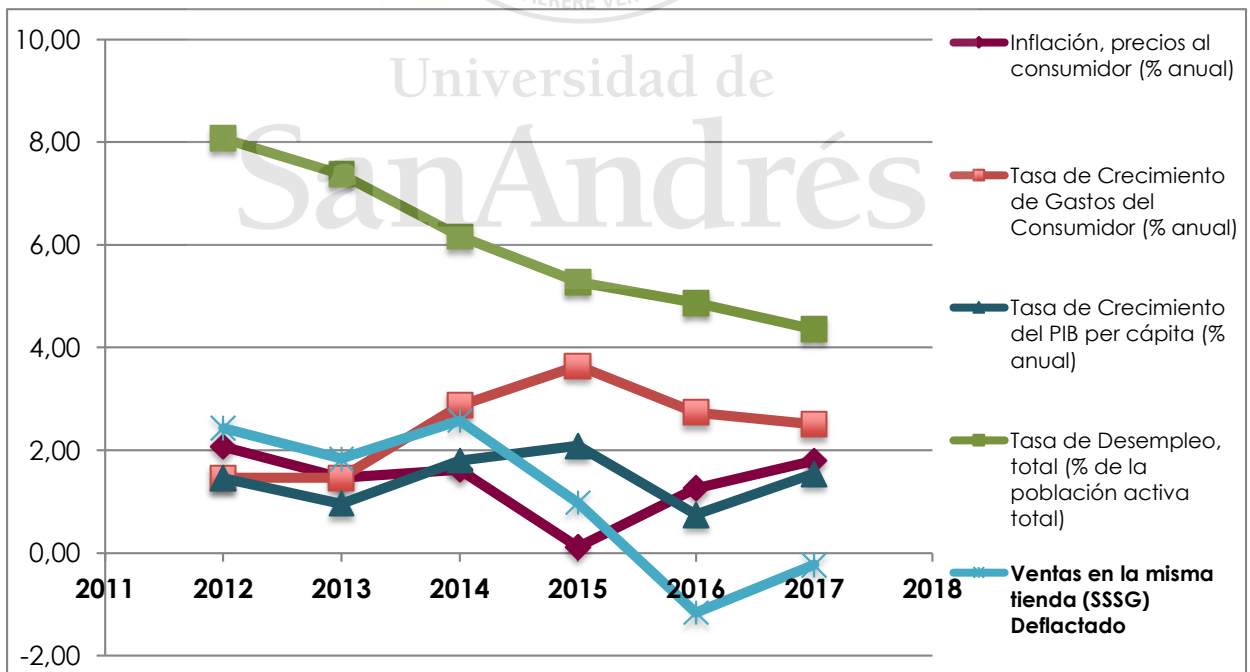
Por otro lado, el p-valor de cada variable con la que se busca probar una relación, comprueba la hipótesis nula de que el coeficiente de ésta es igual a cero (no tiene efecto). Un p-valor bajo ( $< 0,05$ ) indica que es posible rechazar la hipótesis nula, siendo probable que tenga una adición significativa al modelo; a la inversa, un p-valor grande sugiere que los cambios en el predictor no están asociados con cambios en la respuesta.

En el cuadro a continuación se presentan las relaciones entre la variable dependiente de ventas y las variables independientes macroeconómicas. Éstas relaciones resultan ser a primera vista no significativas, ello en función de los valores alcanzados por el índice de correlación y los p-valor de los coeficientes de las variables. Entre el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) y las Ventas en idénticas tiendas la correlación es de  $+0,23$  y el p-valor es de  $+0,65$ ; entre la tasa de Gastos de Consumo y las “SSS” el “ $r_{xy}$ ” es igual a  $+0,35$  y el valor-p a  $+0,49$ ; entre el índice de inflación anual y las ventas de igual tienda hay una correlación de  $+0,23$  y un p-valor de  $+0,657$ ; y entre las variables Desempleo y Ventas en la misma tienda el coeficiente de correlación es de  $+0,80$  y el valor-p es igual a  $+0,055$ . Ésta última variable, a priori, pareciera ser la más relacionada a la variable dependiente; sin embargo, al correr la regresión de ambas conjugadas con una variable temporal adicional e independiente llamada “Tiempo en años”, se observa que su mera relación es por el correr del mismo, pues el coeficiente de correlación queda en  $0,86$  y el p-valor del desempleo en  $0,55$ .

Fecha	Inflación, precios al consumidor (% anual)	Tasa de Crecimiento de Gastos del Consumidor (% anual)	Tasa de Crecimiento del PIB per cápita (% anual)	Tasa de Desempleo, total (% de la población activa total)	Ventas en la misma tienda Deflactado (\$SS)
2012	2,07%	1,46%	1,46%	8,07%	2,43%
2013	1,46%	1,46%	0,96%	7,37%	1,84%
2014	1,62%	2,87%	1,80%	6,17%	2,58%
2015	0,12%	3,64%	2,09%	5,28%	0,98%
2016	1,26%	2,73%	0,74%	4,87%	-1,16%
2017	1,80%	2,50%	1,55%	4,36%	-0,23%
<b>Correlación</b>	<b>0,23</b>	<b>0,35</b>	<b>0,41</b>	<b>0,80</b>	
<b>Valor p Coeficiente</b>	<b>0,657</b>	<b>0,493</b>	<b>0,422</b>	<b>0,055</b>	

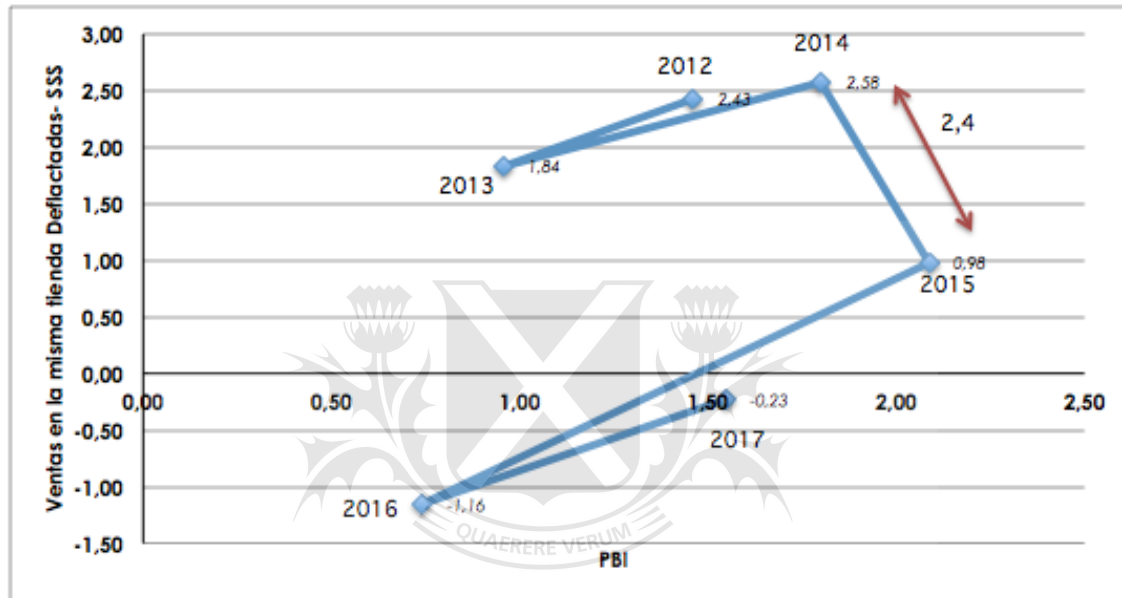
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial, de Deloitte y de Statista.

Por otro lado en el gráfico a continuación se presentan las relaciones mencionadas desde otra óptica:



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial y Reuters.

Allí podemos avizorar que la línea cuyo movimiento es de mayor similitud con la dependiente SSS, es la del PBI. Al hacer un análisis pormenorizado de la relación entre las variables mencionadas, se observa un patrón repetitivo durante el correr de los seis años, sólo que con un paralelismo promedio de 2,4 puntos porcentuales entre los primeros tres años y los tres últimos, como figura en el gráfico siguiente.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial y Reuters.

Para medir la relación de las variables de ventas en igual tienda y del PBI, se agregó una variable ficticia o “dummy” con el objeto de verificar la existencia o no de algún fenómeno cualitativo que pudiera ser causante del patrón mencionado. Pues, al realizar un análisis de regresión, la variable dependiente y las independientes no solamente pueden estar dadas por variables cuantitativas, sino también por otros tipos de carácter cualitativo. Dichas variables se conocen comúnmente como “dummies”, categóricas, dicótomas, binarias, ficticias o simplemente cualitativas, e indican la presencia o ausencia de una cualidad o atributo. Cuando los factores cualitativos se presentan en forma dicotómica, la información puede mostrarse como una variable binaria o de cero-uno. En la definición de una variable dicotómica, debemos decidir a

qué caso se le asigna el valor 1 y a cual se le asigna el valor 0. En este caso esta variable asume el valor de cero para los primeros tres años, y de uno para los tres años siguientes.<sup>13</sup>

Fecha	Tasa de Crecimiento del PIB per cápita (% anual)	Ventas en la misma tienda (SSS) Deflactado	Variable Dummy
2012	1,46	2,43	0,00
2013	0,96	1,84	0,00
2014	1,80	2,58	0,00
2015	2,09	0,98	1,00
2016	0,74	-1,16	1,00
2017	1,55	-0,23	1,00

#### Estadísticos de Regresión

<b>R</b>	<b>0,99</b>
R-Cuadrado	0,98
R-Cuadrado Ajustado	0,97

	Coefficientes	Error Estándar	LCL	UCL	Estadístico t	Valor p	H0 (5%)
<b>Intercepto</b>	0,36	0,36	-0,78	1,49649	0,99	<b>0,39</b>	aceptado
<b>Tasa de Crecimiento del PIB per cápita (% anual)</b>	1,37	0,23	0,63	2,1055	5,93	<b>0,01</b>	rechazado
<b>Variable Dummy</b>	-2,49	0,21	-3,17	-1,81253	-11,66	<b>0,00</b>	rechazado

$$(SSS) \text{ Deflactado} = 0,35599 + 1,37015 * \text{Tasa de Crecimiento del PIB} - 2,49307 * \text{Variable Dummy}$$

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial y Reuters

Se observa que en los años 2014 y 2015, cuando se presenta el paralelismo de la línea del gráfico anterior, se presentan algunos fenómenos de carácter cualitativo que afectan al indicador de ventas en idénticas tiendas de la empresa y su relación con el PBI; con un coeficiente de correlación de +0,99, y unos valor-p inferiores a 0,05 que muestran el rechazo de las hipótesis nulas de los coeficientes.

Ello podría deberse a distintos fenómenos, por un lado a fines del año 2013 Kroger adquiere Harris Teeter Supermarkets, una cadena regional de más de doscientas tiendas. Ésta compañía se convirtió en una subsidiaria de Kroger y continuó operando bajo su marca. El acuerdo representó una especie de retorno al mercado de Charlotte para KR, donde anteriormente había operado; también permitió a la empresa ingresar a Asheville.

<sup>13</sup> <https://www.uv.es/uriel/5%20Análisis%20de%20regresión%20multiple%20con%20información%20cualitativa.pdf>

Charlotte y Asheville habían sido los únicos mercados grandes en las Carolinas donde Kroger no tenía presencia.

Las ventas de Kroger alcanzaron un máximo histórico de ciento ocho mil millones en el año 2014, que terminó el 31 de enero de 2015, un 10,3% más que en el año anterior. Este aumento se debió principalmente a la adquisición de Harris y al aumento de ventas en la misma tienda. Las principales razones de un aumento en las ventas de idénticos supermercados (excluyendo el combustible) fueron:

- un aumento en la base de clientes.
- un incremento en las visitas por hogar.
- inflación de los costos de los productos.

Más adelante, en junio de 2015, Harris Teeter salió del atestado mercado de Nashville, Tennessee, donde su crecimiento se vio obstaculizado por la agresiva competencia de Publix, así como por otras tiendas especializadas como Trader Joe's, The Fresh Market y Whole Foods, que desde entonces habían abierto tiendas en las proximidades de las ubicaciones de sus comercios.

Kroger también tuvo dos fusiones en el espacio de comercio electrónico puro en el 2014. Una de las fusiones fue con Vitacost.com, un minorista en línea líder en el mercado de nutrición y vida saludable. La otra fusión importante en el espacio de la tecnología fue con You Technology, líder en cupones y promociones digitales.

KR, al igual que otros supermercados, estuvo luchando contra el mediocre crecimiento económico de los EE. UU. en 2015 y una feroz guerra de precios contra Wal-Mart Stores y Amazon. En Kroger, excluyendo el combustible, las ventas de las tiendas durante al menos un año cayeron un 0,7% debido a la deflación.<sup>14</sup>

Por otro lado, KR en 2015 adquirió a Roundy's, quien operaba supermercados bajo las marcas Pick'n Save, Copps, Metro Market y Mariano, ubicados principalmente en el Medio Oeste. El acuerdo otorgó a Kroger ciento cincuenta y uno tiendas minoristas de alimentos y ciento uno farmacias a un precio muy competitivo; sin embargo KR ha heredado con ello algunos problemas serios de ésta empresa, pues estaba lejos de ser una compañía saludable. El Milwaukee Journal-Sentinel informó que Roundy perdió 8,6 millones en el tercer trimestre de 2015 y con ventas en las mismas tiendas que cayeron un

<sup>14</sup> <https://www.reuters.com/article/us-kroger-results-idUSKBN1691OL>

3,6% durante el mismo período. Una de las razones por las que Roundy no había sido competitivo fue porque no había podido igualar los precios agresivos de otras tiendas de descuento, como Wal-Mart, Costco y Meijer; pues carecía del volumen de ventas necesario para arribar al tipo de descuento que el consumidor esperaba y no poseía los suficientes recursos para ofrecer algunas de las comodidades que los clientes aguardaban, como lo son las gasolineras. Por ello con dicha adquisición KR tendría que solucionar muchos problemas en Roundy simplemente para mantener sus puertas abiertas.

Todos estos fenómenos mencionados, podrían en conjunto haber causado la relación entre las variables mencionadas anteriormente:

**(\$\$\$) Deflactado = 0,35599 + 1,37015 \* Tasa de Crecimiento del PIB - 2,49307 \* Variable Dummy.**

Esta correspondencia entre las variables será utilizada más adelante para proyectar las ventas de Kroger teniendo en cuenta la relación de alta incidencia de las mismas.

## 7.1 Pronóstico de los drivers para los próximos años.

En base a diferentes informes, se entiende que las posibles predicciones para los años venideros en relación a los drivers de la economía americana serían las siguientes:

- En las inversiones privadas de empresas se puede concluir que la ley de reforma fiscal del Congreso que redujo la tasa impositiva para las mismas del 35% al 21%, y que eliminó una serie de exenciones fiscales corporativas, devengara en que algunas empresas se beneficien de las tasas impositivas más bajas, mientras que otras que dependan de éstas deducciones fiscales específicas puedan encontrar que su costo de capital sea mayor. El proyecto de ley de reforma fiscal en principio debería dejar más efectivo en los balances corporativos, lo que podría inducir a gastos adicionales de inversión, o más recompras de acciones y / o mayores dividendos, pero todo ello en escasas magnitudes.

- En el mercado laboral, se prevé que para que la economía estadounidense produzca efectivamente más bienes y servicios, necesitaría más trabajadores; con lo cual el impacto se pronostica será positivo en sus comienzos. Muchos empleados potenciales que permanecían fuera del mercado laboral desde el 2009, cuando el mismo era desafiante, están regresando pues el mismo se está volviendo cada vez más atractivo. A pesar de esto, hay un retraso en el crecimiento demográfico de la población en edad de la fuerza laboral principal, lo que ayudaría a desacelerar el crecimiento potencial de la economía y disminuiría la tendencia alcista de la oferta de trabajo.
- El Gasto del consumidor en los hogares ha proporcionado un crecimiento constante para la economía de los EE.UU. en los últimos años. Pero eso no es sorprendente, ya que el aumento del empleo ha sido bastante fuerte. Incluso con un crecimiento salarial relativamente bajo, esos empleos han ayudado a poner dinero en los bolsillos de los consumidores, permitiendo a los hogares continuar aumentando sus gastos. Mientras el crecimiento del trabajo se mantenga y los costos de vida sigan subiendo, el gasto del consumidor debe mantenerse fuerte. Y la reducción de impuestos, aunque modesta para la mayoría de los consumidores, probablemente reforzará su confianza de que pueden gastar de manera segura. Si los salarios comienzan a subir, es probable que el consumo obtenga un nuevo impulso.
- En relación al PIB de los Estados Unidos, el mismo se prevé que aumentará de manera constante durante la próxima década, de 19,2 billones de dólares estadounidenses en 2017 a 29,8 billones de USD en 2028. Ello será el resultado de aumentos en el gasto del gobierno, reducciones en los impuestos y un crecimiento más rápido en la inversión privada. Luego del 2019 el crecimiento se desacelerará.
- El índice inflacionario se estima que se mantendrá más o menos constante con los valores de los últimos años. Dado que los mercados laborales de Estados Unidos parecen estar estrechándose y que los salarios no han aumentado siguiendo el ritmo de la inflación, mientras que las empresas no enfrenten costos crecientes, es difícil que se impulse un aumento sostenido de los precios de los bienes y servicios. Si bien una inflación moderada de precios de entre el dos y el tres por ciento se considera normal en una economía moderna, los bancos centrales de los países



tratan de prevenir la inflación y la deflación severa para mantener el crecimiento de los precios al mínimo; por ello si la misma creciera a valores mayores, se esperaría la intervención de la FED (Reserva Federal) para regularla.

En el cuadro siguiente se presentan los valores estimados:

Fecha	Inflación, precios al consumidor (% anual)	Tasa de Crecimiento de Gastos del Consumidor (% anual)	Tasa de Crecimiento PIB	Desempleo, total (% de la población activa total)
2018*	2,54%	2,70%	3,67%	3,90%
2019*	2,44%	2,10%	5,14%	3,30%
2020*	2,13%	0,90%	4,25%	3,50%
2021*	2,04%	1,50%	3,80%	4,00%
2022*	2,07%	1,50%	3,69%	4,50%
2023*	2,12%	1,30%	3,82%	4,70%

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial, de Deloitte y de Statista<sup>15</sup>

## 8. Análisis de Resultados Esperados.

### 8.1 Crecimiento en ventas.

La empresa ha definido una política de reestructuración como estrategia para lograr el crecimiento de las ventas, ello debido a que es consciente de la necesidad de que las empresas minoristas se reinventen constantemente para seguir siendo relevantes, Kroger está justo en medio de tal reinención, abordando de forma proactiva los cambios en los clientes y haciendo inversiones estratégicas para crear el futuro del comercio minorista: una experiencia digital sin fisuras, soluciones tecnológicas centradas en el cliente, experiencias de compra mejoradas, tiendas con espacios optimizados y productos a precios competitivos. Estos esfuerzos se unieron en los cuatro impulsores de la reestructuración mencionada (Restock Kroger) que propone un conjunto de mejoras con el propósito de crear valor; las que se centraron en cuatro pilares:

<sup>15</sup> Deloitte Insights updates at [www.deloitte.com/insights](http://www.deloitte.com/insights) United States Economic Forecast 3rd Quarter 2018

United States Statista Country Report November 2017

- Redefinir la experiencia de compra de los clientes.
- Desarrollar asociaciones estratégicas para introducir fuentes de ingresos alternativas y crear valor para los consumidores. (Por ejemplo, el lanzamiento del plan de precisión de Marketing de Kroger impulsado por 84,51 º)
- Desarrollo de talentos en las personas que trabajan allí, acelerando la cultura de liderazgo de alto rendimiento a través del desarrollo del aptitudes futuras, la capacitación, de un reequilibrio de la paga y de los beneficios de los asociados; sabiendo que las personas son su diferenciador.
- Vivir el propósito de la empresa; a través de la implementación del sistema de Cero Hambre | Cero desperdicio.<sup>16</sup>

Para proyectar esta variable se consideró a las ventas en idénticas tiendas (SSS) como variable predictiva del crecimiento, pues es entre las métricas propias de esta industria la que ha evidenciado una mayor fiabilidad, como se mencionó antes.

Los datos estimados en el apartado anterior del PBI se utilizan como parámetro para calcular la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) a aplicar en el cómputo del valor terminal de los tres escenarios analizados.

Además, el índice de inflación pronosticado se aplica para la proyección de las ventas, a fin de reflejar flujos nominales o actuales, es decir aquellos que se hallan afectados por ésta variable.

Para la valoración de Kroger se definen tres escenarios posibles a presentarse en el futuro: uno base, uno optimista y uno pesimista. En cada uno de ellos teniendo en cuenta las dos variables macroeconómicas proyectadas y la regresión entre las métricas SSS (variable dependiente), PBI a valores constantes y la variable cualitativa o “dummy” señalada con anterioridad (variables independientes), se arriba a diferentes proyecciones en las ventas y con ello a diferentes resultados en la valoración.

$$SSS = ( 0,35599 + 1,37015 * \text{Tasa de Crecimiento del PIB estimada} - 2,49307 * \text{Variable Dummy} ) * \text{Inflación Proyectada}$$

<sup>16</sup> Full anual report y Fact Book 2017 de Kroger,

## 8.2 Gastos varios y operativos - Depreciaciones y Amortizaciones.

Los gastos de operativos y administrativos en KR consisten principalmente en costos relacionados con los empleados, como salarios, costos de beneficios de atención médica y planes de jubilación; también los cargos por servicios públicos, tarjetas de crédito, y los gastos de alquileres. *Los mismos han sido definidos en la valuación de la empresa como porcentaje de las ventas y en función de su promedio en los últimos cinco años.*

Los gastos administrativos y de ventas o "SGA" por sus siglas en inglés, incluidos los alquileres, como porcentaje de las ventas, fueron de 18,33 % en 2017, de 17,39% en 2016 y de 17% en 2015 como se muestra en el cuadro a continuación:

Estado de Resultados (expresado en porcentajes de ventas)	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas Totales	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de Ventas	79,43%	78,84%	77,84%	77,60%	77,99%
Ganancia Bruta	20,57%	21,16%	22,16%	22,40%	22,01%
Gastos Administrativos y de Ventas (SGA)	16,07%	16,47%	17,00%	17,39%	18,33%
Otros Gastos - Depreciaciones y Amortizaciones (D&A)	1,73%	1,80%	1,90%	2,03%	1,99%
Ganancia antes de interese e impuestos (EBIT)	2,77%	2,89%	3,26%	2,98%	1,70%
Gastos en Intereses	0,45%	0,45%	0,44%	0,45%	0,49%
Ganancia antes de impuestos (EBT)	2,32%	2,44%	2,82%	2,53%	1,21%
Impuesto a las ganancias	0,76%	0,83%	0,95%	0,83%	-0,33%
Participación Minoritaria	-0,01%	-0,02%	-0,01%	0,02%	0,01%
<b>Ganancia Neta</b>	<b>1,54%</b>	<b>1,59%</b>	<b>1,86%</b>	<b>1,71%</b>	<b>1,55%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger.

El aumento en 2017, en comparación con 2016, se debió a la inversión realizada en la estrategia digital, horas laborales incrementales, sueldos más altos para mejorar la retención y el compromiso de los empleados, aumentos en el plan de incentivos y costos de atención médica de ellos, controles de costos efectivos, y la fusión con ModernHEALTH.

El incremento en 2016 en relación al 2015, se debió principalmente a una disminución en las ventas de combustible (que tiene un menor costo operativo como

porcentaje de sus ventas), la pérdida de apalancamiento de ventas debido a la transición a un entorno operativo deflacionario, las fusiones con Roundy's y ModernHEALTH (debido a su tasa más alta de SGA en comparación con otras divisiones), y los aumentos en los beneficios de atención de la salud y los costos de las tarjetas de crédito; parcialmente compensados por el aumento de las ventas en supermercados, las mejoras de productividad, los controles efectivos de costos, y disminuciones en los planes de incentivos, planes de pensiones y costos de servicios públicos como porcentaje de las ventas.

Por lo demás, la empresa apuesta a que a través de la inversión en tecnología controlar varios aspectos operativos, e inclusive implementar acciones concretas dirigidas a los clientes al tener un mayor conocimiento de sus costumbres y consumos a través de un mejor aprovechamiento de los datos que poseen sobre ellos. En general, aumentará el gasto en tecnología en áreas que incluyen compras digitales, comercialización, tecnologías en la tienda, salud y bienestar, pagos, WiFi en los comercios y modernización de sistemas.<sup>17</sup>

Los gastos de alquiler disminuyeron como porcentaje de ventas en 2017 en comparación con 2016, debido al énfasis continuo en ser propietario en lugar de arrendar siempre que sea posible. Los mismos en 2016 en comparación con 2015, aumentaron debido a la fusión con Roundy's, que tiene un mayor volumen de supermercados arrendados en balance con los propios, y las menores ventas de combustible (lo que aumenta la tasa de gastos de alquiler como porcentaje de las ventas).

Las demás erogaciones, salvo las enunciadas a continuación, se tomaron en esta valuación en función de su relación con las ventas de cada año, y los promedios de ellas fueron los supuestos para los ciclos próximos. Las que se consideraron diferente como las realizadas por intereses de deudas se tuvieron en cuenta como porcentaje que representaron sobre las deudas totales de cada período en cuestión; luego la media de todos ellos fue la supuesta para los años presupuestados. Las realizadas por impuestos se consideraron como la proporción que representaron los mismos sobre los ingresos antes de impuestos (EBT); y luego también su promedio extrapolado a los años venideros.

---

<sup>17</sup> Supermarketnews - Kroger unveils plan to invest in technology, store resets - Oct 12, 2017

Por otra parte, los gastos por depreciación y amortización disminuyeron como porcentaje de las ventas en 2017 en comparación con 2016, y aumentaron en 2016 con relación con el 2015. Los mismos, fueron definidos en la valuación como la media del porcentaje que en cada año que representaron sobre los activos fijos existentes en el año previo.<sup>18</sup>

### 8.3 Margen EBITDA, EBIT y Neto Operativo.

El margen EBITDA promedio de la empresa de los últimos años ha sido en promedio del 4,60%, el EBIT de 2,7% y el Neto de 1,7% (todos los márgenes, excepto el neto por el efecto favorable de la reducción del impuesto, con una tendencia decreciente como se enunciaba precedentemente); ello se observa en el cuadro a continuación:

Márgenes	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio
Margen EBITDA	4,5%	4,7%	5,2%	5,0%	3,7%	4,6%
Margen EBIT	2,8%	2,9%	3,3%	3,0%	1,7%	2,7%
Margen Neto	1,5%	1,6%	1,9%	1,7%	1,6%	1,7%

Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters y Kroger,

Por una parte, el objetivo propuesto por la dirección es lograr incrementar las ganancias por acción obtenidas, con cual para ello es necesario amentar el valor de las métricas en cuestión. Por otra parte, también se espera reducir la relación Deuda/ EBITDA de la empresa, para lo cual es necesario o bien reducir el numerador, o bien incrementar el denominador de tal relación, y consecuentemente que el resto de los márgenes sufran la misma suerte.

En ésta valuación se tuvo en cuenta a los márgenes relatados en función del valor que representan cada uno de los componentes del estado de resultados sobre las ventas de cada año analizado, excepto los relatados en el apartado anterior con un tratamiento diferente (intereses, impuestos, y depreciaciones y amortizaciones); tales relaciones se llevan a un promedio de los períodos considerados, y se aplica el mismo como valor presupuestado para los años venideros.

<sup>18</sup> Full anual report 2017 de Kroger,

## 8.4 Inversión en Capital o CAPEX.

Las estrategias de inversión en capital de la empresa se han mantenido medianamente constantes con el correr de los años, como se explicó en el apartado **6.1** del presente, siendo en promedio del 3,05%; con una proyección para el futuro de continuarse en ese sentido según lo informado por la compañía. Desde el 2012, KR se ha centrado más en los socios potenciales para estrategias de fusión y adquisición, que en mejorar la capacidad de brindar mayor valor a sus clientes, como en las iniciativas instauradas en “Restock Kroger”.

Estas fusiones/adquisiciones con socios potenciales existentes en el mercado tienen un riesgo menor y generalmente producen un rendimiento incremental, porque requieren poca inversión en gastos generales, publicidad y distribución. Las fusiones de Harris Teeter y Roundy, al tiempo que ofrecieron acceso a nuevos mercados, también brindaron oportunidades de sinergia basadas en las áreas de excelencia operativa de cada una.

En millones de USD	PROYECTADO										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Promedio
Activos Fijos o PPE	21.762	22.074	22.038	22.020	21.930	21.946	22.201	22.454	22.665	22.887	22.198
% de Ventas	17,39%	17,43%	17,62%	17,57%	17,44%	17,49%	17,51%	17,52%	17,51%	17,49%	17,50%
Depreciaciones y Amortizaciones	2.461	2.549	2.589	2.574	2.576	2.567	2.568	2.597	2.627	2.652	2.576
% of PPE	11,68%	11,71%	11,73%	11,68%	11,70%	11,71%	11,70%	11,70%	11,70%	11,70%	11,70%
<b>CAPEX = Inmovilizado Neto (año t) – Inmovilizado Neto (año t-1) + Amortizaciones (año t)</b>	<b>3.152</b>	<b>2.861</b>	<b>2.553</b>	<b>2.555</b>	<b>2.486</b>	<b>2.583</b>	<b>2.824</b>	<b>2.849</b>	<b>2.839</b>	<b>2.874</b>	<b>2,758</b>
% de Ventas	2,52%	2,26%	2,04%	2,04%	1,98%	2,06%	2,23%	2,22%	2,19%	2,20%	2,17%
CAPEX	3.152	2.861	2.553	2.555	2.486	2.583	2.824	2.849	2.839	2.874	2.758

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger.

En el Cuadro anterior se describe el proceso seguido al valorar esta empresa para determinar el nivel de CAPEX estimado para el futuro. Allí podemos observar que el monto de los activos fijos se obtuvo del promedio del porcentaje que representaron los mismos sobre las ventas en cada año; y las depreciaciones y amortizaciones sufridas, como la media de las fracciones que significaron sobre el inmovilizado existente al final del año previo, como se mencionó previamente. Posteriormente se calcula la diferencia entre los activos existentes al final de un año con los del año anterior, para extraer la inversión en

capital del período, y a éste valor se le sustraen las depreciaciones calculadas como se describió con anterioridad.

Siguiendo la fórmula enunciada en el cuadro anterior, se observa que en promedio para los próximos diez años el monto proyectado necesario a invertir en capital es del USD 2,76 mil millones, lo que representa un 2,17 % sobre las ventas.

## 8.5 Inversión en Capital de Trabajo o “WC”.

En relación al capital de trabajo requerido por la empresa para el futuro, es obtenido de la diferencia entre los Activos Corrientes, sin considerar el efectivo, y los Pasivos también de corto plazo, sólo que sin tener en cuenta las deudas. Sus valores se estiman a los fines de esta valuación en función de cada una de las partidas que los forman, en su mayoría, como el promedio del porcentaje que significan sus valores sobre las ventas del período, salvo los inventarios y las cuentas por pagar, que se obtienen de su porcentaje de representación sobre los costos de venta de cada año.

En el cuadro siguiente, podemos avizorar que el promedio de variación del “WC” considerado para los próximos diez años es de USD 4,53 millones. La necesidad de capital de trabajo de cada año proyectado para el Flujo de Fondos Descontados de Kroger, surge de restar al monto requerido al final de un año con el del previo.

CAPITAL DE TRABAJO o "WC" en millones de USD	PROYECTADO										Promedio
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
<b>Activo Corriente</b>											
Créditos Netos	1,663	1,732	1,761	1,722	1,714	1,717	1,745	1,765	1,776	1,794	1,653
% de Ventas	1,33%	1,37%	1,41%	1,37%	1,36%	1,37%	1,38%	1,38%	1,37%	1,37%	1,36%
Inventario	6,913	6,940	6,915	6,906	6,884	6,905	6,973	7,050	7,118	7,190	6,693
% Costo de Ventas	7,05%	7,02%	7,09%	7,06%	7,01%	7,05%	7,04%	7,05%	7,04%	7,04%	7,05%
Otros Activos Corrientes	2,126	2,153	2,163	2,210	2,267	2,182	2,215	2,250	2,281	2,304	2,108
% de Ventas	1,70%	1,70%	1,73%	1,76%	1,80%	1,74%	1,75%	1,76%	1,76%	1,76%	1,73%
<b>Pasivo Corriente</b>											
Cuentas a Pagar	7,813	7,870	7,801	7,696	7,673	7,764	7,831	7,903	7,968	8,056	7,528
% Costo de Ventas	7,97%	7,96%	8,00%	7,87%	7,81%	7,92%	7,91%	7,90%	7,88%	7,89%	7,93%
Otros Pasivos Corrientes	3,574	3,627	3,634	3,633	3,653	3,621	3,666	3,712	3,749	3,787	3,502
% de Ventas	2,86%	2,86%	2,90%	2,90%	2,90%	2,89%	2,89%	2,90%	2,90%	2,89%	2,88%
<b>Capital de Trabajo</b>											
Activos Corrientes sin Efectivo	10,702	10,825	10,839	10,838	10,864	10,804	10,932	11,066	11,175	11,288	10,454

Pasivo Corriente sin Deudas	11,387	11,497	11,434	11,328	11,326	11,385	11,497	11,615	11,717	11,843	11,029
<b>WC</b>	- 685	- 672	- 595	- 491	- 462	- 580	- 565	- 549	- 543	- 556	
<b>% WC/ ventas</b>	<b>-0,55%</b>	<b>-0,53%</b>	<b>-0,48%</b>	<b>-0,39%</b>	<b>-0,37%</b>	<b>-0,46%</b>	<b>-0,45%</b>	<b>-0,43%</b>	<b>-0,42%</b>	<b>-0,42%</b>	
<b>Δ WC</b>	<b>- 818,10</b>	<b>13,01</b>	<b>76,77</b>	<b>104,79</b>	<b>28,61</b>	<b>-118,47</b>	<b>15,41</b>	<b>15,89</b>	<b>6,51</b>	<b>-12,95</b>	<b>4,53</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger.

## 8.6 Ajustes por Arrendamientos Operativos.

Es común asumir que los gastos operativos no incluyen ningún gasto de financiamiento. Si bien esta suposición, en su mayor parte, es cierta, existe una excepción significativa: cuando una empresa arrienda un activo, el tratamiento contable del gasto depende de si se clasifica como un arrendamiento operativo o de capital.

Un arrendamiento financiero o de capital generalmente dura la vida del activo, con el valor presente de los pagos de arrendamiento que cubren el precio del bien. Por lo general, éste no se puede cancelar, pero se puede renovar al final de su vida útil a una tasa reducida o bien el activo es adquirido a un precio favorable. En muchos casos, el arrendador no está obligado a pagar seguros e impuestos sobre el activo, dejando estas obligaciones al arrendatario; en consecuencia, un arrendamiento financiero impone un riesgo sustancial en éste último.

Un arrendamiento operativo generalmente se hace por un período mucho más corto que la vida real del activo, y el valor presente de los pagos del arrendamiento generalmente es mucho más bajo que el precio real del mismo. Al final de la vida del arrendamiento, el bien es retornado al arrendador, quien ofrecerá venderlo o arrendarlo al mismo arrendatario o a otra persona. Por lo tanto, la propiedad del activo reside claramente en el arrendador, y el arrendatario corre con poco o ningún riesgo si el activo se vuelve obsoleto.

Los gastos de arrendamiento operativo se tratan usualmente como parte de los gastos operacionales, pero según Damodaran, realmente representan un gasto de financiamiento. En consecuencia, las medidas de ingreso operativo, capital, rentabilidad y flujo de efectivo para éstas empresas deben ajustarse como vemos en el cuadro a continuación.<sup>19</sup>

<sup>19</sup> <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/cashflows.pdf>  
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/oplev.pdf>



Ratio	Efectos del ajuste por arrendamientos operativos
<b>El retorno sobre el Capital Invertido</b> $\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT} (1 - t)}{\text{VL de las Deudas} + \text{VL del Capital}}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cambia el valor de EBIT a través del gasto de arrendamiento.</li> <li>• ROIC se modifica</li> </ul>
<b>Rendimiento sobre el Capital</b> $\text{ROE} = \frac{\text{Ingreso Neto}}{\text{VL del Capital}}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ingreso se modifica por gastos de arrendamiento después de impuestos y la depreciación</li> <li>• Valor de libros del capital no es afectado (VL)</li> <li>• Efecto ROE depende de si: Gastos de arrendamiento &gt; (intereses imputados + depreciación)</li> </ul>
<b>Ratio de Deuda = <math>\frac{\text{Deudas}}{\text{PN}}</math></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La deuda aumenta por el valor presente de los arrendamientos</li> <li>• Ratio de deuda es mayor</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia con datos de Damodaran,

Esta situación se presenta en muchas firmas del sector del retail, donde, los arrendamientos operativos representan una gran parte de los costos. Es por ello, que en la presente valuación de Kroger se ha decidido adoptar ésta postura y ajustar los valores de los resultados, activos, deudas y tasas. Hay dos formas de realizar este ajuste:

a. El ajuste completo:

*Ingreso operativo ajustado antes de impuestos = Ingreso operativo + Gastos de arrendamiento operativo durante el año - Depreciación del activo arrendado*

Para el cálculo de la depreciación precedente, se considera prudente seguir un método simple como la línea recta y utilizar la vida de los compromisos de arrendamientos operativos como la vida del activo.

b. El ajuste por aproximación:

*Ingreso operativo ajustado antes de impuestos = EBIT + Gastos de intereses imputados en arrendamiento capitalizado*

**Para ésta valoración se aplica el ajuste completo, siguiendo los siguientes pasos:**

1. *Valor de la deuda de los arrendamientos operativos = valor presente de los*

compromisos de arrendamiento operativo al costo de la deuda antes de impuestos ( $k_d$ , cual se explicará más adelante).

Gastos en arrendamientos operativos en el año 2017 :		USD 911
Compromisos de arrendamientos operativos		
Años	Compromisos	
1	USD 992	
2	USD 936	
3	USD 838	
4	USD 736	
5	USD 606	
<b>6 en adelante</b>	<b>USD 3.664</b>	

Al último importe, que incorpora los compromisos de arrendamientos a pagar desde el período seis en adelante, lo llevamos a un valor promedio anual según la cantidad de años que representa la media de los alquileres de los dos años anteriores en el total de USD 3.664, ello nos da un valor de 5 años de arriendos incluidos en él. Ello arroja así un compromiso posterior al año seis convertido en anualidad por éstos cinco años de USD 733.

Por otro lado, a los valores del cuadro anterior los descontamos al costo de la deuda previo a impuestos  $k_d$ , que asume un valor de **4,27%**, y obteniendo los siguientes resultados:

Años	Valor Presente en Mil.
1	USD 951
2	USD 861
3	USD 739
4	USD 623
5	USD 492
<b>6 en adelante</b>	<b>USD 2.627</b>
<b>Valor Presente de la Deuda por Arrendamientos (PVOL)</b>	<b>USD 6.293</b>

2. Obtener el monto de las depreciaciones anuales de los activos alquilados dividiendo el total del valor presente de los mismos en la cantidad de años de arriendos que incluya:

$$USD 6.293 / (5+5) = USD 629$$

3. Se procede a hacer el primero de los ajustes a las finanzas, convirtiendo los arrendamientos operativos en deuda por un importe de USD 6.293, y creando un activo para contrarrestarlos por exactamente el mismo valor.
4. Posteriormente se realiza el segundo, modificando los resultados operativos del año 2017 de la siguiente forma:

#### Ajuste completo de arrendamiento operativo al Estado de Resultados del 2017

Ingreso operativo reportado en 2017 =	USD 2.085
+ Gastos de arrendamiento operativo del año =	USD 911
- Depreciación anual del activo arrendado =	-USD 629
<b>Ingreso Operacional Ajustado 2017</b>	<b>USD 2.367</b>

En función del ajuste previo podemos obtener el importe del ajuste a las ganancias operativas anuales con impacto en la presente en el flujo de fondos proyectado de la empresa, que es igual a:

$$USD 911 - USD 629 = USD 282 \text{ millones}$$

5. Luego, se ajusta el valor del WACC a utilizar en la valuación, pues aumenta el valor de las deudas del último año (2017) en USD 6.293, lo que cambia el porcentaje de participación de las mismas (D) sobre el total de patrimonio neto (E+D).

$$a) \text{ Porcentaje Capital Propio} = E / (E + D) = 27445 / (27445 + 21126) = 0,57$$

$$b) \text{ Porcentaje Deuda} = D / (E + D) = 21126 / (27445 + 21126) = 0,43$$

6. La conversión de los gastos de arrendamiento operativo en gastos de financiamiento aumenta los ingresos operativos, y por lo tanto afecta cualquier medida de rentabilidad. El efecto sobre el rendimiento del capital invertido o ROIC se determinará por el valor presente de los compromisos de arrendamiento operativo a lo largo del tiempo (PVOL) y el método utilizado para calcular la depreciación del activo creado, entonces, el mismo se puede estimar de la siguiente manera:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT} + \text{Gastos de arrendamiento operativo} - \text{Depreciación}_{\text{PVOL}}}{\text{Valor contable de la Deuda} + \text{PVOL} + \text{Valor contable del Capital}} * (1 - T)$$

$$\text{(Valor contable de la Deuda} + \text{PVOL} + \text{Valor contable del Capital)}$$

ROIC =	5,97%
Ingreso Operacional Ajustado 2017	USD 2.367
(1-T)	0,727
Valor contable de la Deuda + PVOL	USD 21.882
Valor contable del Capital	USD 6.931

7. Para ser coherentes con el tratamiento adoptado, se consideró los cambios en el valor presente de los gastos de arrendamientos operativos a lo largo del tiempo como el equivalente de los Gastos de Capital. Los gastos netos de capital derivados de los arrendamientos operativos se determinan por el aumento en el valor presente de los compromisos de arrendamiento operativo ("PVOL" por sus siglas en inglés, Present Value Operating Leases) a lo largo del tiempo.

$$\text{CAPEX Contratos de arrendamiento operativos} = (\text{PVOL}_t - \text{PVOL}_{t-1})$$

8. Por último, se llevó a los ajustes anteriores al DCF impactando en el valor estimado para la cotización de la acción de la firma, lo que podrá observarse más adelante.
9. Casi el mismo análisis se aplica en el cálculo de múltiplos ampliamente utilizados. Si el múltiplo es un múltiplo de capital, como el precio / ganancias (PER) o el precio / valor contable, no debería haber ningún efecto al re categorizar los gastos de arrendamiento operativo. Sin embargo, si el múltiplo es de valor empresarial, puede haber cambios significativos por el incremento de las deudas y las modificaciones en el valor de los ingresos.

$$\text{EBITDA ajustado} = \text{EBITDA indicado} + \text{Gastos de arrendamiento operativo}$$

$$\text{Valor de empresa (EV)} = \text{VL Capital} + \text{VL Deuda} + \text{PV de arrendamientos operativos}$$

**EBITDA**

**EBITDA + Gastos de arrendamiento operativo**

El múltiplo de Valor / EBITDA aumentará o disminuirá dependiendo de si el Valor Empresarial / EBITDA no ajustado es mayor o menor que la relación entre el PVOL y el gasto de arrendamiento operativo anual.

## 9. Marco Teórico de una Valuación

En las últimas décadas han surgido multitud de modelos de valuación de empresas, que van desde lo simple a lo complejo. Éstos son diferentes enfoques o metodologías para expresar el mismo modelo subyacente, por lo en base a suposiciones razonables, correspondería que se alcance un resultado similar.

El punto de partida de la mayoría de modelos de valuación es el trabajo de Modigliani & Miller (1958), M&M, quienes demostraron en su primera proposición que: dado un mundo sin impuestos y bajo ciertas suposiciones generales, el valor de una compañía es independiente de su estructura de capital (Lawrence28, 2007):

$$VL = VU + VF$$

Donde

- VL: Valor de la empresa financiada.
- VU: Valor de la empresa sin deuda.
- VF: Valor derivado de la estructura de capital.

**Damodaran (2006) propone clasificar esos modelos en cuatro categorías amplias:**

- Valor Intrínseco: el valor de una activo es igual a su capacidad intrínseca de generar ingresos futuros, por lo tanto es igual al valor presente de los flujos futuros de caja que se espera van a generar dichos activos. Es decir el Método de Flujo de Fondos Descontados o “DCF” (por sus siglas en inglés Discounted Cash Flow), que se basa en el valor presente de los flujos de efectivo futuros esperados, descontados a una tasa que refleja el riesgo de los mismos. Es uno de los enfoques más utilizados en la industria financiera y uno de los más discutidos.
- Valor Relativo o enfoque de múltiplos: estima el valor de una activo en función del valor que asume una en variable común que poseen activos de similares características o “comparables” .

- Valor contable y de liquidación: establece que se puede conocer el valor de una empresa al observar el valor en libros de la misma o al valor del patrimonio en el balance general; donde el valor de los activos y pasivos se ajustan para reflejar su costo de reemplazo o de liquidación. De hecho, el valor contable podría servir como un proxy del verdadero valor en empresas maduras con activos predominantemente fijos, con pocas o ninguna oportunidad de crecimiento y sin potencial de rendimientos excesivos (Damodaran (2006).
- Valoración por contingentes, que utiliza modelos de precios de opciones para medir el valor de los activos que comparten las características de las mismas. Este enfoque es particularmente relevante cuando se valora la flexibilidad gerencial, que se refiere a las oportunidades o a las diferentes alternativas que los gerentes pueden optar en respuesta a los eventos que se les presenten. Para realizar este análisis es esencial poder describir el conjunto de decisiones específicas que la administración podría tomar ante distintas circunstancias. Se usa particularmente en empresas de Gas o petróleo, o de similares características.

## 9.1 Valor Intrínseco y Metodología de flujo de efectivo descontado (DCF)

Como se mencionó anteriormente, el método de flujos de fondos descontados se basa en el valor presente de los flujos de efectivo futuros esperados, descontados a una tasa que representa el riesgo de los mismos. En pocas palabras, una empresa se valora en función de su capacidad para generar efectivo.

Comenzaremos por abordar el factor de la tasa de descuento o el costo del capital (subdividido en el costo del patrimonio y el costo de la deuda) y cómo calcularlo, y luego analizaremos los principales perspectivas utilizadas dentro de la metodología que son: el Valor de la Firma y el Valor del Patrimonio.

### Costo del Capital Propio (Ke):

Se define al costo de capital como el costo de oportunidad que enfrentan los inversionistas cuando invierten en un negocio o firma en particular en lugar de en otros con un perfil de riesgo similar. El Ke es el rendimiento esperado por el accionista de una compañía en función del riesgo asumido.

Se pueden aplicar tres métodos diferentes para estimar el costo del capital de una compañía o acción en particular. El modelo más utilizado es el de precios de activos de capital o "CAPM" (Capital Asset Pricing Model), el otro alternativo es el modelo de tres factores de Fama-French, y el restante es el de la teoría de precios de arbitraje "APT" (Arbitrage Pricing Theory). Estos modelos difieren principalmente en cómo definen el riesgo.

El CAPM intenta explicar la relación teórica entre riesgo y rendimiento, y cómo un inversor puede maximizar el beneficio y minimizar la inseguridad de un activo añadido en un portfolio diversificado.

El APT por otro lado, contrasta activos individuales con un portfolio observando variables macroeconómicas para poder encontrar el valor "real" de los mismos y determinar si están infra o sobrevalorados.

El modelo de tres factores para la valoración de activos de Fama y French establece que la rentabilidad esperada de un activo viene determinada por la sensibilidad de la misma a tres factores:

1. El exceso de rentabilidad del mercado respecto a un activo libre de riesgo, ya enunciado por el CAPM ( $M_f - R_f$ ).
2. La diferencia de retornos de las acciones de capitalización pequeña y de las de mayor capitalización bursátil.
3. La diferencia del retorno de las empresas con un alto valor en libros y valor bursátil, y los de las empresas con bajos valores, en inglés "book-to-market equity" (BE/ME).

Según los autores, en función a ciertos estudios se observa que las empresas que tienen un valor de mercado bajo en comparación con su valor en libros tienden a tener menores retornos sobre activos, y que las empresas con un valor de mercado mayor al de libros suelen estar asociadas a beneficios mayores. En cuanto al tamaño de la empresa,

las empresas pequeñas suelen tener unos mayores retornos sobre activos que las empresas grandes.

La rentabilidad esperada de un activo según este modelo será:

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f) + \beta_s^*(SMB) + \beta_v^*(HML)$$

Siendo:

- Tamaño: SMB (small minus big) se crea para reflejar el factor de riesgo tamaño de la empresa, y es la diferencia mensual entre la media de los rendimientos de tres carteras que componen las empresas de capitalización pequeña, con la media de los beneficios de los tres portfolios que componen las empresas de mayor capitalización.
- BE/ME: HML (high minus low) se crea para reflejar el factor de riesgo que trae aparejado el contraste entre el valor de libros y el de mercado; surge de la diferencia mensual de la media de rendimientos de las dos carteras de alto BE/ME con las dos de bajo BE/ME.
- Mercado: para esta variable se utiliza el diferencial entre  $R_m - R_f$ , es decir, la rentabilidad del mercado menos la del activo sin riesgo,  $R_m$  representa los rendimientos de las seis carteras formadas anteriormente, mientras que  $R_f$ , en el caso del estudio, representa la rentabilidad del bono americano a un mes.

El CAMP, surgió a mitad de 1960 y es atribuido a los tres economista: Sharpe (1964), Lintner (1965) y Merton (1973); que introdujeron por primera vez el modelo de valoración de activos de capital, y se basa en la teoría moderna de la cartera de Markowitz. El CAPM define la tasa de rendimiento esperada de cualquier activo a través de la siguiente ecuación:

$$K_e = R_f + \beta_i^*(R_m - R_f)$$

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

$$\text{Var}(R_m)$$

Donde:

- $R_f$ : Tasa libre de riesgo,
- $\beta_i$ : Beta del activo.
- $R_m$ : Riesgo de mercado
- Prima de Riesgo de Mercado =  $R_m - R_f$

El costo de capital de un activo es igual a la tasa libre de riesgo ( $R_f$ ) más la beta del valor multiplicada por la prima de riesgo de mercado (PRM), definida como la diferencia entre el Riesgo de Mercado ( $R_m$ ) y la Tasa Libre de Riesgo ( $R_f$ ).



La Beta de un activo “i” ( $\beta_i$ ) es una medida de volatilidad, y representa el riesgo no diversificable o sistemático del mismo en comparación con el del mercado en general. Es también una medida de la covarianza de una acción con el mercado. La metodología que se utiliza para encontrar la  $\beta_i$  de una firma es a través de la regresión entre los rendimientos de los valores asumidos por la acción y los de un índice representativo del mercado, como lo es el índice S&P500, en un horizonte de tiempo considerado. Una beta de un activo “i” mayor que uno indica una volatilidad mayor de éste que la del mercado; al contrario, si su valor está entre cero y uno quiere decir que tiene una sensibilidad menor que la que del mercado.

Para el cálculo de la tasa libre de riesgo ( $R_f$ ) normalmente se utiliza la tasa de los bonos de largo plazo del tesoro americano (T-Bills, T-Bonds), ya que éstos traen aparejados un riesgo prácticamente nulo para los inversores.

En cuanto a la prima de mercado, surge del diferencial entre el rendimiento del mercado y los de la inversión libre de riesgo ( $R_m - R_f$ ), y es el adicional que los inversores esperan recibir por operar con un activo riesgoso. El riesgo de mercado ( $R_m$ ) surge a partir de un promedio aritmético anualizado de los rendimientos históricos del S&P.

Una vez identificados los valores de las variables enunciadas, se puede calcular fácilmente el costo del capital propio ( $K_e$ ) con la fórmula previamente expuesta.

#### Costo de la Deuda ( $K_d$ )

El costo de la deuda representa el actual de la empresa para solicitar fondos con el objeto de financiar sus actividades. Es el coste teórico que la empresa soportaría para emitir una nueva deuda en un momento dado. Cuanto más alto sea el riesgo de incumplimiento de la empresa, mayor será el interés que ésta tendrá para afrontar nuevos préstamos.

Damodaran (2002) propone tres alternativas para estimar éste dependiendo de si la firma tiene valores de deuda a largo plazo pendientes o bien tiene una calificación atribuida por una agencia de calificación.

El **primer enfoque**, en caso de que la empresa tenga bonos a largo plazo cotizados en el mercado que se negocian regularmente, es utilizar el rendimiento al vencimiento (YTM) de ese valor.

El **segundo enfoque** puede usarse cuando las condiciones mencionadas no se verifican, y la empresa tiene una calificación crediticia, que puede asociarse con un spread por default para estimar el costo de la deuda. Sin embargo, si la compañía elige no obtener una calificación, nos quedan dos alternativas: o usamos el historial reciente de préstamos de la empresa o calculamos una calificación sintética utilizando índices financieros como el índice de cobertura de intereses. Éste ratio de cobertura de intereses se usa para determinar con qué facilidad una empresa puede cubrir los intereses sobre la deuda; se calcula dividiendo las utilidades antes de intereses e impuestos (EBIT) sobre los intereses:  $EBIT / \text{Intereses}$

La medida más utilizada para medir el riesgo de incumplimiento es la calificación de los bonos hecha por una agencia privada como S&P (Standard and Poor's) o Moody's. Estas dos agencias califican compañías que lo solicitan, basándose en información pública y privada de las empresas.

Las calificaciones van desde AAA (S&P) siendo la más alta, hasta D considerada como la menor.

#### **Calificaciones:**

Los estándares utilizados para determinar la solvencia y estabilidad son:

- Para **operaciones a largo plazo**

##### Inversiones estables

**AAA:** La más alta calificación de una compañía. fiable y estable.

**AA:** Compañías de gran calidad, muy estables y de bajo riesgo.

**A:** Compañías a las que la situación económica puede afectar a la financiación.

**BBB:** Adecuada capacidad de pago, pero sujeto a cambios económicos adversos.

##### Inversiones de riesgo o especulativas

**BB:** Muy propensas a los cambios económicos.

**B:** La situación financiera sufre variaciones notables.

**CCC:** Vulnerable en el momento y muy dependiente de la situación económica

**CC:** Muy vulnerable, alto nivel especulativo.

**C:** extremadamente vulnerable con riesgo económicos.

- Para **operaciones a corto plazo**

**A-1:** El obligado tiene plena capacidad para responder del débito.

**A-2:** El obligado tiene capacidad para responder del débito aunque el bono es susceptible de variar frente a situaciones económicas adversas.

**A-3:** Las situaciones económicas adversas pueden condicionar la capacidad de respuesta del obligado.

**B:** Importante nivel especulativo.

**C:** Muy especulativo y de dudosa capacidad de respuesta del obligado.

**D:** De imposible cobro.

En todos los casos, el símbolo [+ ] tras la calificación (hasta un máximo de tres símbolos, por ejemplo BBB++), sirve para evaluar las situaciones intermedias, entendiéndose que a más símbolo positivos, más cerca se encuentra del nivel superior siguiente.

El Cuadro siguiente se usa para empresas con una capitalización bursátil de más de USD 5 miles de Millones:

Fecha del análisis: Enero de 2018.

Para firmas grandes con una capitalización de mercado > USD 5 billones

### Ratio de Cobertura de Interés y Spread Sintético

>	$\leq \alpha$	Rating	Spread o Prima
-100000	0,199999	D2/D	18,60%
0,20	0,649999	C2/C	13,95%
0,65	0,799999	Ca2/CC	10,63%
0,80	1249999	Caa/CCC	8,64%
1,25	1499999	B3/B-	4,37%
1,50	1749999	B2/B	3,57%
1,75	1999999	B1/B+	2,98%
2,00	22499999	Ba2/BB	2,38%
2,25	249999	Ba1/BB+	1,98%
2,50	2999999	Baa2/BBB	1,27%
3,00	4249999	A3/A-	1,13%
4,25	5499999	A2/A	0,99%
5,50	6499999	A1/A+	0,90%
6,50	8499999	Aa2/AA	0,72%
8,50	100000	Aaa/AAA	0,54%

Fuente: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm)

El cuadro nos permite ver el spread asociado al bono de la compañía. Para hallar el Kd debemos sumar a este Spreads la tasa libre de riesgo (Rf).

$$K_d = (\text{Default Spread} + R_f)$$

Donde:

- Spread: Prima de riesgo por calificación de la compañía.
- $R_f$ : Tasa libre de riesgo.

### WACC

Como la mayoría de las compañías utilizan una combinación de deuda y capital propio para financiar sus actividades, debemos considerar un costo promedio ponderado del capital, más conocido como WACC, que incluye tanto el costo del capital ( $K_e$ ) como el costo de la deuda ( $K_d$ ).

La siguiente ecuación demuestra cómo se calcula el WACC.

$$WACC = [ D / (E + D) ] \times [ K_d \times (1-T) ] + [ E / (E + D) ] \times K_e$$

Donde:

- La tasa impositiva ( $T$ ).
- $V = D + E$  es el valor total de mercado de la compañía, ( $E$ ) representa el valor de mercado de las acciones y ( $D$ ) el valor de mercado de la deuda; ambos medidos a valor de mercado.

Ya mencionamos anteriormente cómo estimar la mayoría de estas variables. Sin embargo, es importante hacer referencia a que deberíamos utilizar la deuda y el capital objetivo para los ratios de valor empresarial con valores de mercado y no contables.

Como el WACC usa el costo de la deuda después de impuestos  $K_d (1-T)$ , tiene en cuenta al valor del escudo fiscal (VTS). El mismo está basado en las características actuales de la compañía y es usado para descontar los flujos de fondos proyectados; "Esto es válido siempre y cuando el riesgo de la compañía y el ratio de deuda se espere sean constantes, sin embargo cuando estas condiciones se espera que cambien, el descuento de flujos por el WACC es solo aproximadamente correcto" (Brealey & Myers, 2011).

## Métodos de valoración de DCF – Valor de la Firma - Valor Terminal – Valor del Patrimonio.

El flujo de efectivo libre ("FCF", por sus siglas en inglés Free Cash Flow) es una medida del desempeño financiero que representa el efectivo que la compañía tiene disponible para sus tenedores de deuda y capital. Se diferencia de la medida de ganancias en que no incluye cargos no monetarios como la depreciación y amortización (D&A) e incluye las actividades de inversión de la empresa (inversión en capital de trabajo y gastos de capital).

Podemos definir el Flujo de efectivo libre para el capital o patrimonio (FCFE) y el Flujo de efectivo libre para la firma (FCFF), donde el primero es el efectivo disponible para los tenedores de capital y el segundo incluye el flujo de efectivo disponible para los titulares tanto de deuda como de capital.

$$\mathbf{FCFF = EBIT (1 - t) + Depreciaciones - CapEx - \Delta Capital de Trabajo}$$

$$\mathbf{FCFE = FCFF - Intereses (1-T) + Deuda Nueva - Repago de Deuda}$$

Al valorar directamente la participación de capital en una empresa, es habitual considerar dos modelos: el Modelo de descuento de dividendos (DDM) y el modelo de Flujo de efectivo libre a capital (FCFE). De hecho, se puede argumentar que lo último es solo una extensión de lo primero, porque descontamos los dividendos potenciales en lugar de los dividendos reales (Damodaran (2006)).

El vínculo entre el valor de las acciones y los dividendos esperados fue mencionado por primera vez por Williams (1938), quien afirma que una acción debería valer el valor presente de todos los dividendos esperados que se pagarán, y que otras variables, como la condición financiera de una empresa o las ganancias, solo deben usarse para estimar esos dividendos.

$$\mathbf{Valor\ del\ activo = \sum^n (E(DPS)_t) / (1 + Costo\ del\ Capital)_t )}$$

- Donde: E(DPS): Dividendos Esperados.

Como podemos ver en la ecuación anterior, hay dos entradas principales: los dividendos esperados y el costo del patrimonio. El costo del patrimonio representa el

riesgo del dividendo y generalmente se calcula con el CAPM, como ya hemos discutido previamente. Para estimar los dividendos esperados, debemos hacer suposiciones sobre los índices de pago de la empresa y las tasas de crecimiento de las ganancias. Las empresas generalmente definen una política de dividendos que puede o no estar relacionada con los flujos de efectivo que ésta genera a través de sus actividades. Muchas empresas pueden optar por no distribuir su efectivo y mantenerlo, acumulando grandes cantidades de efectivo en su balance general.

Una alternativa al DDM es usar el valor presente del FCFE, que se conoce como el modelo FCFE. Este enfoque presenta una perspectiva más amplia sobre los flujos de efectivo del capital que no se restringen a los dividendos. Estos modelos son más apropiados para valorar las instituciones financieras, donde la estructura de capital es parte de las operaciones.

Al valorar a la empresa como un todo, buscando el Valor de la Firma en su conjunto, utilizamos el Flujo de caja libre para la empresa (FCFF), calculado como se mencionó anteriormente, y lo descontamos al WACC o costo promedio ponderado del capital. A ello deberemos adicionarle un término más: el Valor Terminal ("Terminal Value" en inglés), ya que la vida útil esperada de la empresa supera el período considerado para la proyección de los flujos de fondo en este caso.

$$\text{Valor de la Firma} = \sum ((FCFF_t) / (1+WACC)^t) + \text{Valor Terminal}_{t=1}$$

El Valor Terminal suele representar un porcentaje muy importante del valor final obtenido de la firma, por lo que el supuesto utilizado en el cálculo de la **tasa de crecimiento a perpetuidad (g)**, es de suma importancia.

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

En general, se espera un crecimiento estable, a una tasa a perpetuidad que no supere el crecimiento del Producto Bruto Interno estimado en el período de análisis, y que considere los efectos de la inflación.

Luego, si quisiéramos obtener el Valor del Patrimonio de la empresa, debemos restar al Valor de la Firma el valor de mercado de la deuda y los equivalentes de deuda y luego agregar el exceso de efectivo y otros activos no operativos.

Alternativamente, podemos valorar a una compañía a través de un enfoque de Valor Presente Ajustado (APV), donde comenzamos por valorar a la empresa como si fuera financiada exclusivamente por capital (valor de la empresa no endeudada) y luego, por separado, agregamos los efectos secundarios de apalancamiento.

## 10. Valuación de Kroger por DCF.

### 10.1 Costo del Capital Propio, en inglés “Equity” (Ke) de KR

Para la valuación de Kroger, se ha utilizado el modelo CAMP con una tasa libre de riesgo (Rf) igual al rendimiento de los Treasury Bonds de 10 años de EE.UU.; siendo al cierre del ejercicio económico del presente trabajo **Rf=3%**.

El riesgo de mercado histórico (Rm) fue obtenido de la página de Damodaran, donde a partir de los rendimientos del S&P, se calcula un promedio aritmético anualizado. Se aplica entonces un **Rm igual a 10,27%**, resultando así la prima de riesgo del mercado (PRM) equivalente a 7,27%.

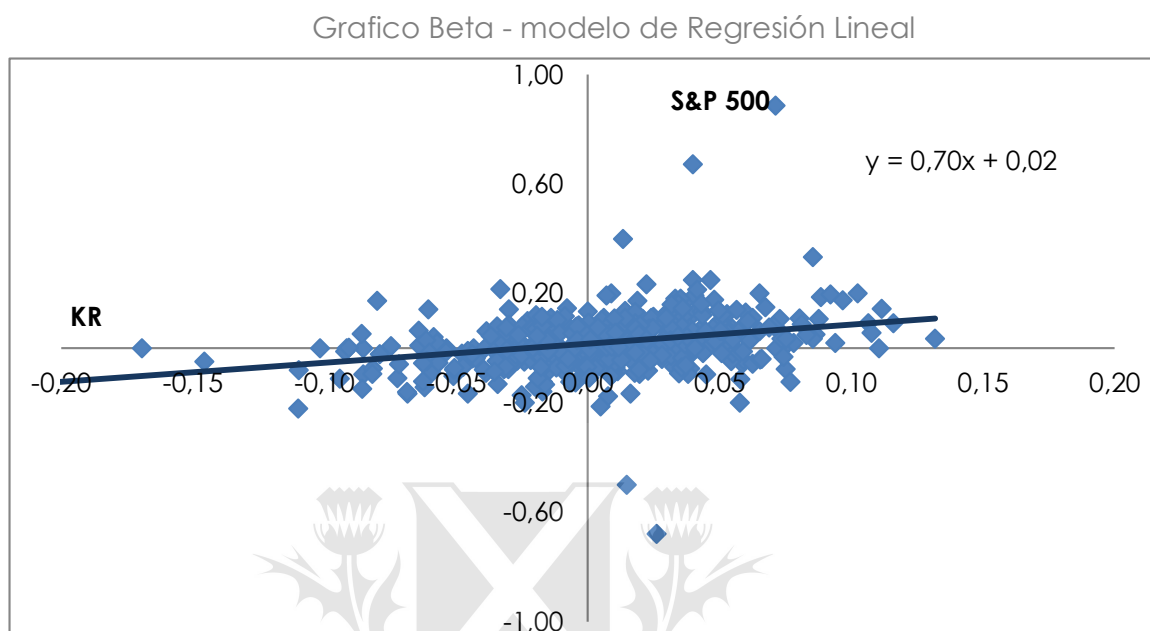
Promedio Aritmético

Años	S&P 500 (incluye dividendos)	3-meses T,Bill	Retorno 10-años T, Bond
1928-2017	11,53%	3,44%	5,15%
1968-2017	11,41%	4,82%	7,17%
2008-2017	<b>10,27%</b>	0,42%	4,29%

Damodaran. Aswath. "Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 - Current". Enero 2014.  
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>

En cuanto al cálculo de la beta ( $\beta_i$ ), uno de los procedimientos aplicados fue correr una **regresión lineal** simple entre el retorno de la acción de Kroger con el retorno del índice S&P 500, considerando una ventana temporal que abarca desde enero de 1977 hasta diciembre de 2017. Para ello se utilizaron dos medios, que obtienen igual resultado; el primer medio es con el cálculo de la covarianza entre los retornos de la acción y del índice, dividida entre la varianza de los retornos del mercado; el segundo fue utilizando la función pendiente del Excel. El valor obtenido

así para la variable Beta, que representa el riesgo sistemático o no diversificable de la acción de Kroger con el mercado, fue de 0,70.

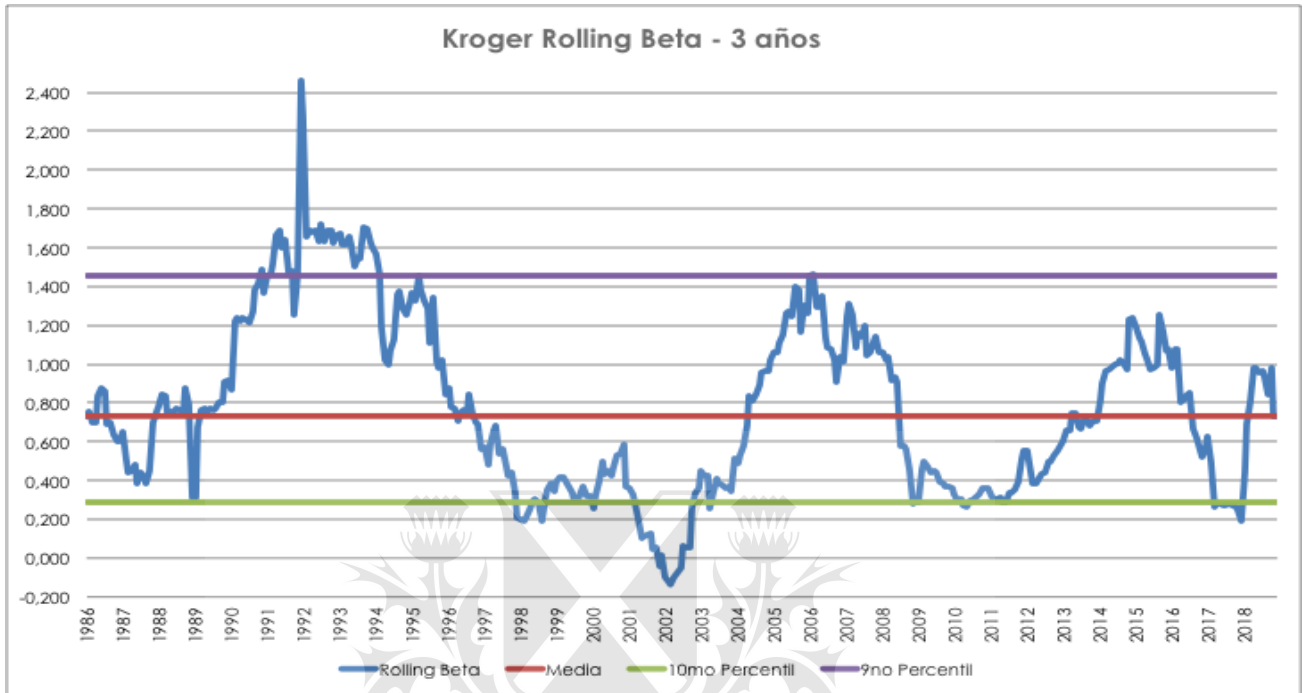


Otro procedimiento aplicado para obtener el valor de Beta es corriendo una **regresión secuencial, móvil o progresiva** de tres años entre el valor de la acción de Kroger y el valor del índice S&P 500, en inglés este método se conoce como “rolling regression”. El análisis de regresión lineal móvil implementa un modelo multivariable de una ventana rodante. Al igual que la regresión ordinaria, el análisis apunta a modelar la relación entre una serie dependiente y una o más series explicativas. La diferencia es que en la Regresión secuencial se define una ventana de cierto tamaño (en este caso de tres años) que se mantendrá constante a través del cálculo. El análisis realiza sobre las observaciones contenidas en la ventana, luego la misma se mueve una observación hacia adelante en el tiempo, y el proceso se repite. Realizar una regresión progresiva significa simplemente correr regresiones una y otra vez a medida que la ventana avanza, con submuestras de la muestra completa original. Éste enfoque se utiliza a menudo en el análisis de series de tiempo para evaluar la estabilidad de los parámetros del modelo con respecto al tiempo. Se obtuvieron así las pendientes sucesivas entre los retornos de la acción y los del mercado con una ventana temporal de treinta y seis meses, y luego se calculó la media o promedio



entre ellas. El valor así obtenido para beta fue de 0,78.

Grafico Rolling Beta para Kroger de 3 años,



Fuente: Elaboración Propia con datos de Yahoo Finance,

En el grafico precedente puede observarse la variación de la serie histórica de los valores de beta para un lapso de treinta y seis meses, como se dijo anteriormente. Éste evidencia la amplia volatilidad de los valores de beta a lo largo de los años, oscilando para la acción de Kroger entre los 0,70 y 0,90 en los últimos tiempos.

Por otro lado, y a modo comparativo, se reparó en la beta propuesta por Damodaran como media del sector del retail de alimentos, la que arrojó un resultado de 0,71; también la de yahoo finance de 0,83 y la de Reuters de 0,79, ambas para la acción de Kroger. Se obtuvo así un promedio de los distintos resultados para la variable Beta con el objeto de fortalecer la elección del resultado de la variable, ello arrojó un resultado de 0,76 bastante similar al valor de la beta obtenida por el modelo de regresiones progresivas de betas. Así se concluye con **el valor de Beta para el modelo: 0,78.**

Datos	
COVARIANZA	0,001
VARIANZA	0,002
DE	0,042
BETA $\beta_e$	0,70
BETA (función excel pendiente)	0,71
<b>Rolling Beta 3 años</b>	<b>0,78</b>
BETA promedio Damodaran	0,71
BETA Yahoo Finance	0,83
Beta Mensual 5 años	0,79
Beta Reuters Mensual para 5 años	0,76

Fuente: Elaboración Propia con datos de Yahoo Finance, Damodaran y Reuters.

De esta manera, siguiendo al **modelo CAMP**, obtenemos un valor para  $K_e$  equivalente a:

$$K_e = 3\% + 0,78 * (10,27\% - 3\%) = 8,64\%$$

Por otro lado, a modo de reforzar el valor obtenido para la variable, se **calcula  $K_e$  con el modelo de tres factores de Fama French**. Para ello se obtuvieron los retornos mensuales de la cotización de las acciones de Kroger en los últimos veinte años y restando la tasa libre de riesgo mensual de cada período, se tuvo el retorno excedente de la acción. Posteriormente se corrió la regresión entre el valor en exceso de la empresa y el de las tres variables determinantes del modelo: Tamaño de la empresa (SMB), diferencia entre el valor de libros con el del mercado (HML), y diferencial de riesgo de mercado (Mkt-RF). Los valores de éstas variables, para cada período, pueden obtenerse en internet en la librería de datos de Kenneth R, French.

	Mkt-RF	SMB	HML	RF
<b>Beta</b>	<b>0,595637</b>	<b>-0,237556</b>	<b>0,132110</b>	
Promedio	0,000283	0,000080	0,000065	0,000075
Beta x Promedio	0,000168	-0,000019	0,000009	
<b><math>K_e</math></b>	<b>8,49%</b>			

Como puede observarse ambos métodos arrojarían valores similares, lo cual reforzaría el valor obtenido para **Ke de 8,64%**.<sup>20</sup>

## 10.2 Costo de la Deuda (Kd) de KR

Las calificadoras de riesgos S&P y Fitch Rating catalogaron a KR como una empresa **BBB**.<sup>21</sup> Según las cuantías y los spreads de default asociados con la calificación respectiva (Cuadro de Ratio de Cobertura de Interés y Spread Sintético), KR para el 2018 tiene un **Kd correspondiente a 4,27 %**.

Se tomó como referencia una tasa libre de riesgo (rf) de los T-Bonds de Estados Unidos de 3 % (2018).

$$\mathbf{Kd = (1,27\% + 3\%) = 4,27\%}$$

## 10.3 Tasa Impositiva (T) de KR

Se consideró como alícuota impositiva efectiva al **27,30%**, que surge del promedio entre la media de las tasas de los últimos cinco años igual a 33,60% y la nueva que en el último año analizado los Estados Unidos promulgó en la Ley de Recortes de Impuestos y Trabajos, donde se redujo la tasa de impuestos corporativa legal federal al 21%, y se promulgó la eliminación de la deducción por fabricación nacional.<sup>22</sup>

Tasa promedio últimos 5 años	33,60%
Nueva tasa impositiva desde el 12/2017	21,00%
<b>Tasa Impositiva Promedio</b>	<b>27,30%</b>

Fuente: Elaboración Propia con datos de Kroger y Reuters.

<sup>20</sup> [http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html)

<sup>21</sup> <https://retail-index.emarketer.com/company/data/5374f24a4d4afd2bb4446582/53baad98404bea08f8cc11cf/Itst/false/kroger-credit-ratings>

<sup>22</sup> [www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/K](http://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/K) ; Kroger 2017 annual report page A-49

## 10.4 WACC de KR

En esta valuación se obtuvo el valor del costo promedio del capital de la empresa o WACC siguiendo la fórmula anteriormente enunciada en el apartado 9.1.3. Para ello, no son sólo necesarias la alícuota impositiva "T" aplicable, la tasa del costo de la deuda "Kd", y la del equity "Ke" obtenidas, sino también los valores que asume la deuda (D), incrementada en el valor de los arrendamientos operativos como se explica en el punto 8.6. del presente, y del capital propio (E).

Para obtener el valor del Equity, que es igual a la capitalización bursátil de la empresa en función de los resultados existentes al cierre del ejercicio económico considerado, se aplicó la siguiente fórmula:

$$\text{Capital Propio} = (\text{Acciones en poder del Público} - \text{Acciones propias adquiridas}) * \text{Cotización de Acción.}$$

$$\text{Capital Propio} = 904 \text{ acciones} \times \text{USD } 30,36 = \text{USD } 27.445$$

Por otro lado, para obtener el monto de la deuda asumida por la empresa, se le adiciono al ajuste por arrendamientos operativos un promedio simple de los últimos dos años (2016 y 2017) de las Deudas de Largo Plazo (LP) y de las Deudas de Corto Plazo (CP); siendo:

$$\text{Deudas de Largo Plazo (LP)} = (\text{USD } 11.825 + \text{USD } 12.029) / 2 = \text{USD } 11.927$$

$$\text{Deuda de Corto Plazo (CP)} = (\text{USD } 2.252 + \text{USD } 3.560) / 2 = \text{USD } 2.906$$

$$\text{Deudas Totales} = \text{USD } 6.346 + \text{USD } 11.927 + \text{USD } 2.906 = \text{USD } 21.179$$

Con ello se obtuvo una relación Deuda / (Deuda + Equity) del 44% y de Equity / (Deuda + Equity) de 56%.

De esta forma, el **COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL O WACC** de Kroger es el siguiente:

Ke	8,64%
E	USD 27.445
D	USD 21.179
Porcentaje Capital Propio = $E / (E + D) =$	56%
Porcentaje Deuda = $D / (E + D) =$	44%
Kd	4,27%
(1-T)	72,70%
<b>WACC</b>	<b>6,23%</b>

Fuente: Elaboración Propia con datos de Kroger y Reuters.

### 10.5 Valor Terminal y Tasa g de KR.

Puesto que no sería correcto valorar una compañía indefinidamente en el tiempo, se utiliza un alto a los flujos de caja en algún punto en el futuro, en este punto se estima el valor Terminal. Esto es así puesto que el flujo de fondos debería prolongarse hasta el momento en que la empresa alcanza un estado estacionario (en ese momento, la TIR de las inversiones marginales necesarias para mantener las ventas sería igual al costo del capital, y no agregarían más valor a la organización).

La manera más utilizada para su determinación, como se enunció anteriormente, afirma que los flujos de efectivo de la firma tendrán un **crecimiento constante (g)** en el tiempo futuro, y que esta variable no debería ser superior a la de desarrollo de la economía en general.

Para obtener al valor terminal, como su fórmula lo indicó en el punto 9.1 anterior, es necesario obtener los flujos de fondos esperados y dos tasas, a saber, la de descuento (en este caso el WACC) y la de crecimiento a perpetuidad (g).

Para llegar al valor de esta última variable, se analizaron tres escenarios posibles a presentarse en el futuro de la economía y de la empresa. La base de los mismos fueron las proyecciones realizadas por los especialistas para las variables de influencia o drivers mencionadas y la relación hallada entre éstas y las ventas de la firma.

En la valuación presente, se trabajó con los flujos obtenidos hasta fines del 2027, que se descontaron teniendo en cuenta la diferencia existente entre el costo de

capital de la empresa o WACC calculado (6,23 %), y la tasa de crecimiento a perpetuidad “g” (0,65%).

La tasa “g” es considerada como fluctuante para éste caso, variando según las proyecciones económicas mencionadas (para los distintos escenarios) de los analistas para la economía en general. Para mayor entender, se ejemplifica con el escenario base, donde la misma comienza con una valor de 2,02% en 2018, finalizando en un índice estable de crecimiento del 1,05% para los últimos cuatro años estudiados; monto menor que el crecimiento del PBI promedio. Éste valor (1,05%) es obtenido de la mediana estadística de cinco años de diferentes variables indicativas del nivel de ventas: SSS, crecimiento de las ventas promedio en las tiendas, por mt2, etc. (el que se haya en el cuadro del punto 6.3.). Resultando así un valor para la variable “g” que surge del promedio simple de crecimiento anual durante los diez años en cuestión (del 2018 al 2027 inclusive), igual a 0,65%. <sup>23</sup>

<b>Valor Terminal</b>	<b>USD 38.758</b>
<b>Tasa de crecimiento “g”</b>	<b>0,65%</b>
<b>WACC</b>	<b>6,23 %</b>

Fuente: Elaboración Propia.

## 10.6 Descripción de los Escenarios

### Escenario Base

En este escenario se toman en cuenta las proyecciones reales realizadas por los analistas para las variables macroeconómicas PBI e inflación como se expuso en

<sup>23</sup> La tasa de crecimiento esperado a perpetuidad estaría por debajo de tasa de inflación en el largo plazo, resultando la misma menor a la unidad, Ello si, como se supuso en el presente, el driver de la proyección de las ventas fuese el “Same Store Sales Growth”, sin considerar los demás canales alternativos de ventas; y si durante los seis años posteriores al cierre del último ejercicio económico analizado, se mantuviera el impacto de los acontecimientos producidos en el lapso que va del 2015 al 2017, asumiendo la variable Dummy el valor de uno en la ecuación mencionada, a saber:

$$\text{SSSG Deflactado} = (0,35 + 1,37 * \text{Tasa Crec. PIB \% anual} - 2,49 * \text{Variable Dummy}) * \text{Inflación Proyectada}$$

el punto **8.1.** del estudio, y la relación de las mismas con el nivel de ventas de la compañía. En el cuadro a continuación se resume como repercutirían en los valores de los distintos resultados.

ESCENARIO BASE (en mill. USD)	PROYECTADO									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>PBI Esperado</b>	<b>3</b>	<b>2,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>				
<b>Inflación Esp.</b>	<b>2,54</b>	<b>2,44</b>	<b>2,13</b>	<b>2,04</b>	<b>2,07</b>	<b>2,12</b>				
<b>Crecimiento en las Ventas - S.S.S.</b>	<b>2,02%</b>	<b>1,18%</b>	<b>-1,20%</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,34%</b>	<b>-0,22%</b>	<b>1,05%</b>	<b>1,05%</b>	<b>1,05%</b>	<b>1,05%</b>
Total de Ventas	125.144	126.620	125.097	125.342	125.763	125.482	126.800	128.131	129.476	130.836
Costo de Ventas	98.038	98.918	97.549	97.774	98.205	98.010	98.980	100.003	101.071	102.147
% de Ventas	78,34%	78,12%	77,98%	78,01%	78,09%	78,11%	78,06%	78,05%	78,06%	78,07%
Gastos Grales. Adm. y Com.	21.339	21.840	21.771	21.915	22.012	21.756	22.057	22.326	22.566	22.789
% de Ventas	17,05%	17,25%	17,40%	17,48%	17,50%	17,34%	17,40%	17,42%	17,43%	17,42%
Otros Items Operativos - D&A	2.461	2.549	2.589	2.574	2.576	2.567	2.568	2.597	2.627	2.652
% de Ventas	1,97%	2,01%	2,07%	2,05%	2,05%	2,05%	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%
<b>EBIT</b>	<b>3.306</b>	<b>3.313</b>	<b>3.188</b>	<b>3.079</b>	<b>2.970</b>	<b>3.149</b>	<b>3.194</b>	<b>3.204</b>	<b>3.211</b>	<b>3.248</b>
Ajuste Arrend. Op.	363	307	209	107	-23	104	104	104	104	104
+ Dep. y Amort.	2.461	2.549	2.589	2.574	2.576	2.567	2.568	2.597	2.627	2.652
<b>EBITDA Ajustado</b>	<b>6.130</b>	<b>6.169</b>	<b>5.986</b>	<b>5.759</b>	<b>5.523</b>	<b>5.819</b>	<b>5.866</b>	<b>5.905</b>	<b>5.942</b>	<b>6.003</b>
<b>Δ WC</b>	<b>-818,1</b>	<b>13,01</b>	<b>76,77</b>	<b>104,79</b>	<b>28,61</b>	<b>-118,47</b>	<b>15,41</b>	<b>15,89</b>	<b>6,51</b>	<b>-12,95</b>
<b>CAPEX</b>	<b>3.152</b>	<b>2.861</b>	<b>2.553</b>	<b>2.555</b>	<b>2.486</b>	<b>2.583</b>	<b>2.824</b>	<b>2.849</b>	<b>2.839</b>	<b>2.874</b>
+ Ajuste °Arrend. Oper.	40	-90	-122	-117	-131	79	79	79	79	79
<b>CAPEX Ajustado</b>	<b>3.192</b>	<b>2.771</b>	<b>2.432</b>	<b>2.439</b>	<b>2.355</b>	<b>2.661</b>	<b>2.902</b>	<b>2.928</b>	<b>2.917</b>	<b>2.952</b>

Fuente: Elaboración Propia.

Es decir:

- El PBI promedio por año sería igual a 1,83%
- La media de la inflación estimada anual es del 2,22%.
- Las ventas crecen a una tasa promedio del 0,65%.
- Los Gastos Generales de Administración y Comerciales sufren un incremento medio del 0,74% anual.
- El EBIT sobre las ventas representa un promedio del 2,5%.
- El crecimiento medio del EBITDA es negativo al comienzo, y luego se torna positivo en los últimos cinco años siendo en promedio en ellos del 1,70% anualizado.

Flujo de Fondos Descontado											
ESCENARIO BASE (en mill.USD)	PROYECTADO										Valor Terminal
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
EBIT	3.306	3.313	3.188	3.079	2.970	3.149	3.194	3.204	3.211	3.248	
Ajuste Arrend. Oper.	363	307	209	107	-23	104	104	104	104	104	
1-t	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	
EBIT (1 - t)	2.667	2.631	2.469	2.316	2.142	2.365	2.397	2.405	2.410	2.436	
- CAPEX	-3.152	-2.861	-2.553	-2.555	-2.486	-2.583	-2.824	-2.849	-2.839	-2.874	
- Ajuste CAPEX Arrend. Oper.	-40,38	90,47	121,70	116,56	130,97	-78,53	-78,53	-78,53	-78,53	-78,53	
+D&A	2.461	2.549	2.589	2.574	2.576	2.567	2.568	2.597	2.627	2.652	
- Var.WC.	818	-13	-77	-105	-29	118	-15	-16	-7	13	
<b>FCFF</b>	<b>2.754</b>	<b>2.397</b>	<b>2.550</b>	<b>2.346</b>	<b>2.335</b>	<b>2.389</b>	<b>2.048</b>	<b>2.058</b>	<b>2.113</b>	<b>2.149</b>	<b>38.758</b>

<b>Valor Terminal</b>	USD 38.758
<b>Tasa de crecimiento</b>	0,65%
<b>WACC</b>	6,23%

VALOR PRESENTE (en mill. USD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Valor Terminal
Período	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Tasa de desc.</b>	94,13%	88,61%	83,41%	78,52%	73,91%	69,58%	65,50%	61,65%	58,04%	54,63%	
<b>Valor presente</b>	2.592	2.124	2.127	1.842	1.726	1.662	1.341	1.269	1.226	1.174	<b>21.174</b>

ESCENARIO BASE (en mil.)	
<b>Valor Presente FCFF</b>	USD 17.084
Valor Presente Valor Terminal	USD 21.174
Caja	USD 366
<b>Valor de la Firma</b>	USD 38.623
Valor de mercado de la Deuda	USD 11.348
Valor del Patrimonio	USD 27.275
Total acciones diluidas (en millones)	USD 904
<b>Precio por acción</b>	<b>USD 30,17</b>

En este escenario el valor presente del Valor Terminal, es de USD 21.174 millones, un Valor de la Empresa ("Enterprise Value"), de **USD 38.623** millones, un valor del patrimonio neto de USD 27.275 millones, con un precio por acción proyectado de **USD 30,17**.



El flujo de fondos expuesto se realiza en base a la fórmula siguiente:

$$FCFF = (EBIT + \text{Ajuste por activos fijos arrendados}) * (1 - t) + \text{Depreciaciones} - \text{CapEx} \\ - \text{Ajuste CapEx por Arrendamientos Operativos} - \Delta \text{Capital de Trabajo}$$

Los ajustes en activos fijos arrendados, que son iguales al monto del compromiso por los arrendamientos netos de la depreciaciones de los mismos, son sumadas a la hora de calcular el monto del impuesto. El CapEx, por otro lado, es ajustado por la diferencia anual entre los valores presentes de las obligaciones por arrendamientos (PVOL). También, el valor del WACC es modificado pues aumenta el valor de las deudas del último año (2017) por los compromisos de alquiler. Ello es explicado en el punto 8.3. del presente.

#### 10.6.1.1 Análisis de Sensibilidad

El análisis de sensibilidad es la técnica que establece cómo diferentes valores de una variable independiente tienen impacto en el valor de una variable dependiente, bajo un conjunto de supuestos; determina cómo los cambios en una variable afectan el resultado de otra. Es conocido también como análisis de simulación o «qué pasa si», y se utiliza para la toma de decisiones en contextos de incertidumbre.

Este análisis se aplica para estudiar el efecto del cambio del valor de la Tasa de Crecimiento y del WACC (variables independientes) sobre el Valor Terminal de la empresa y sobre el Precio de la Acción de la misma (variables dependientes). El mismo se realiza en Microsoft Excel mediante el “Análisis y si?” de la sección “Datos”, el cual contiene la función de “Tabla de datos”. Los valores obtenidos para analizar la incidencia de los cambios en las variables independientes fueron los siguientes:

Análisis de Sensibilidad Valor Terminal							
Tasa de Crecimiento / WACC							
USD 38.758	0,00%	2,08%	4,15%	<b>6,23%</b>	8,31%	10,39%	12,46%
0,00%		USD 103.457	USD 51.728	USD 34.486	USD 25.864	USD 20.691	USD 17.243
0,22%		-USD 992.799	USD 115.771	USD 54.697	USD 35.807	USD 26.615	USD 21.179
0,43%		-USD 497.474	USD 131.337	USD 58.011	USD 37.227	USD 27.407	USD 21.687

<b>0,65%</b>	-USD 332.366	USD 151.638	USD 61.736	<b>USD 38.758</b>	USD 28.245	USD 22.218	USD 18.311
0,87%	-USD 249.812	USD 179.220	USD 65.952	USD 40.412	USD 29.131	USD 22.774	USD 18.694
1,08%	-USD 200.279	USD 218.859	USD 70.765	USD 42.206	USD 30.070	USD 23.355	USD 19.091
1,30%	-USD 167.257	USD 280.671	USD 76.309	USD 44.157	USD 31.068	USD 23.964	USD 19.504

<b>Análisis de Sensibilidad Precio por acción</b>							
<b>Tasa de Crecimiento / WACC</b>							
USD 30,17	0,00%	2,08%	4,15%	<b>6,23%</b>	8,31%	10,39%	12,46%
0,00%		-USD 103,37	-USD 46,15	-USD 27,08	-USD 17,54	-USD 11,82	-USD 8,00
0,22%	USD 1.085,52	-USD 114,49	-USD 48,38	-USD 27,93	-USD 17,98	-USD 12,09	-USD 8,21
0,43%	USD 537,58	-USD 128,53	-USD 50,86	-USD 28,84	-USD 18,44	-USD 12,38	-USD 8,41
<b>0,65%</b>	USD 354,93	-USD 146,84	-USD 53,64	<b>-USD 29,82</b>	-USD 18,92	-USD 12,67	-USD 8,62
0,87%	USD 263,60	-USD 171,71	-USD 56,78	-USD 30,87	-USD 19,42	-USD 12,97	-USD 8,83
1,08%	USD 208,80	-USD 207,43	-USD 60,36	-USD 32,00	-USD 19,95	-USD 13,28	-USD 9,05
1,30%	USD 172,26	-USD 263,12	-USD 64,48	-USD 33,23	-USD 20,51	-USD 13,60	-USD 9,27

Fuente: Elaboración Propia

Como puede observarse en los cuadros anteriores, y como es dable esperar, el incremento (decrecimiento) en el valor del WACC reduce (aumenta) el Valor Terminal y el Precio de la acción; mientras que la variación positiva en la Tasa de Crecimiento aumenta el valor de ambas variables dependientes, y la negativa a la inversa.

#### Escenario Pesimista

En este escenario se considera que no se logran las estimaciones reales de los analistas para la variable macroeconómica PBI, si no por el contrario, que se arriba al valor mínimo proyectado para ella. Para abordarlo, se utiliza la función "MIN" de Microsoft Excel de los valores históricos y proyectados asumidos por la variable de producto interno desde el año 2010 al 2023. Luego éstos son deflactados, teniendo en cuenta la proyección realizada en cada año para la variable Inflación.

En el cuadro a continuación se resume como repercutirían en los valores de los distintos resultados:

<b>ESCENARIO PESIMISTA</b> (en mill. USD)	<b>PROYECTADO</b>									
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
<b>PBI Esperado</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>				
<b>Inflación Esp.</b>	<b>2,54</b>	<b>2,44</b>	<b>2,13</b>	<b>2,04</b>	<b>2,07</b>	<b>2,12</b>				

<b>Crecimiento en las Ventas - S.S.S.</b>	<b>-1,21%</b>	<b>-1,21%</b>	<b>-1,20%</b>	<b>-1,20%</b>	<b>-1,20%</b>	<b>-1,20%</b>	<b>1,05%</b>	<b>1,05%</b>	<b>1,05%</b>	<b>1,05%</b>
Total de Ventas	121.180	119.718	118.278	116.856	115.451	114.062	115.260	116.470	117.693	118.929
Costo de Ventas	94.933	93.526	92.232	91.155	90.152	89.090	89.972	90.902	91.873	92.851
% de Ventas	78,34%	78,12%	77,98%	78,01%	78,09%	78,11%	78,06%	78,05%	78,06%	78,07%
Gastos Grales. Adm. y Com.	20.664	20.649	20.584	20.431	20.207	19.776	20.050	20.295	20.513	20.715
% de Ventas	17,05%	17,25%	17,40%	17,48%	17,50%	17,34%	17,40%	17,42%	17,43%	17,42%
Otros Items Operativos - D&A	2.461	2.469	2.448	2.433	2.402	2.356	2.334	2.360	2.388	2.411
% de Ventas	2,03%	2,06%	2,07%	2,08%	2,08%	2,07%	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%
<b>EBIT</b>	<b>3.124</b>	<b>3.074</b>	<b>3.014</b>	<b>2.837</b>	<b>2.690</b>	<b>2.839</b>	<b>2.904</b>	<b>2.913</b>	<b>2.919</b>	<b>2.952</b>
Ajuste Arrend. Oper.	363	307	209	107	-23	104	104	104	104	104
+ Dep. y Amort.	2.461	2.469	2.448	2.433	2.402	2.356	2.334	2.360	2.388	2.411
<b>EBITDA</b>	<b>5.947</b>	<b>5.849</b>	<b>5.671</b>	<b>5.377</b>	<b>5.068</b>	<b>5.299</b>	<b>5.342</b>	<b>5.377</b>	<b>5.411</b>	<b>5.467</b>
<b>Δ WC</b>	<b>-796,4</b>	<b>27,94</b>	<b>72,59</b>	<b>105,55</b>	<b>33,27</b>	<b>-103,52</b>	<b>14,01</b>	<b>14,45</b>	<b>5,92</b>	<b>-11,77</b>
<b>CAPEX</b>	<b>2.463</b>	<b>2.266</b>	<b>2.414</b>	<b>2.125</b>	<b>2.004</b>	<b>2.173</b>	<b>2.567</b>	<b>2.590</b>	<b>2.581</b>	<b>2.612</b>
+ Ajuste CAPEX Arrend. Oper.	40	-90	-122	-117	-131	79	79	79	79	79
<b>CAPEX Ajustado</b>	<b>2.503</b>	<b>2.176</b>	<b>2.292</b>	<b>2.009</b>	<b>1.873</b>	<b>2.252</b>	<b>2.645</b>	<b>2.668</b>	<b>2.659</b>	<b>2.691</b>

Fuente: Elaboración Propia.

Es decir, no se logran los objetivos estipulados por la Dirección de la empresa para las proyecciones de las principales variables que afectan los flujos, siendo:

- El PBI promedio por año sería igual a 0,70%.
- Las ventas decrecen a una tasa promedio del -0,30%.
- Los Gastos Generales de Administración y Comerciales sufren un incremento medio del 0,03% interanual.
- El EBIT sobre las ventas representa un promedio del 2,48%.
- El crecimiento medio del EBITDA es negativo al comienzo, y luego se torna positivo en los últimos cinco años siendo en promedio en ellos del 1,53% anual.

### Flujo de Fondos Descontado

ESCENARIO PESIMISTA (en mill. USD)	PROYECTADO										Valor Terminal
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
EBIT	3.124	3.074	3.014	2.837	2.690	2.839	2.904	2.913	2.919	2.952	
Ajuste Arrend. Oper.	363	307	209	107	-23	104	104	104	104	104	
1-t	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	
EBIT (1 - t)	2.535	2.458	2.343	2.140	1.939	2.139	2.186	2.193	2.197	2.222	
- CAPEX	-2.463	-2.266	-2.414	-2.125	-2.004	-2.173	-2.567	-2.590	-2.581	-2.612	

- Ajuste CAPEX Arrend. Oper.	-40,38	90,47	121,70	116,56	130,97	-78,53	-78,53	-78,53	-78,53	-78,53	
+D&A	2.461	2.469	2.448	2.433	2.402	2.356	2.334	2.360	2.388	2.411	
- Var.WC.	796	-28	-73	-106	-33	104	-14	-14	-6	12	
<b>FCFF</b>	<b>3.289</b>	<b>2.722</b>	<b>2.426</b>	<b>2.459</b>	<b>2.434</b>	<b>2.348</b>	<b>1.861</b>	<b>1.870</b>	<b>1.921</b>	<b>1.953</b>	<b>29.801</b>

<b>Valor Terminal</b>	USD 29.801
<b>Tasa de crecimiento</b>	-0,30%
<b>WACC</b>	6,23%

<b>VALOR PRESENTE (en mill. USD)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>Valor Terminal</b>
<b>Período</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	
<b>Tasa de desc.</b>	94,13%	88,61%	83,41%	78,52%	73,91%	69,58%	65,50%	61,65%	58,04%	54,63%	
<b>Valor presente</b>	3.096	2.412	2.023	1.931	1.799	1.633	1.219	1.153	1.115	1.067	<b>16.281</b>

<b>ESCENARIO PESIMISTA (en mil.)</b>	
<b>Valor Presente FCFF</b>	USD 17.448
Valor Presente Valor Terminal	USD 16.281
Caja	USD 332
<b>Valor de la Firma</b>	USD 34.062
Valor de mercado de la Deuda	USD 10.141
Valor del Patrimonio	USD 23.921
Total acciones diluidas (en millones)	USD 904
<b>Precio por acción</b>	<b>USD 26,46</b>

En este escenario el valor presente del Valor Terminal, es de USD 16.281 millones, con un Valor de la Empresa ("Enterprise Value") de **USD 34.062 millones**, un valor del patrimonio neto de USD 23.921 millones, y con un precio por acción proyectado de **USD 26,46**, es decir de un 12% menos que en el Escenario Base.

### Escenario Optimista

En este escenario se considera que se logra la más alta de las estimaciones reales de los analistas para la variable macroeconómica PBI, arribándose al valor máximo proyectado para ella. Para alcanzar este valor, se emplea la función "MAX" de Microsoft Excel de los valores históricos y proyectados asumidos por la variable

mencionada desde el año 2010 al 2023. Posteriormente, éstos son deflactados, teniendo en cuenta la proyección realizada para cada año en la variable Inflación.

En el cuadro a continuación se resume como influye esto en los distintos resultados bajo análisis:

ESCENARIO OPTIMISTA (en mill. USD)	PROYECTADO									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>PBI Esperado</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>				
<b>Inflación Esp.</b>	<b>2,54</b>	<b>2,44</b>	<b>2,13</b>	<b>2,04</b>	<b>2,07</b>	<b>2,12</b>				
<b>Crecimiento en las Ventas - S.S.S.</b>	<b>2,02%</b>	<b>2,02%</b>	<b>2,02%</b>	<b>2,01%</b>	<b>2,01%</b>	<b>2,02%</b>	<b>1,05%</b>	<b>1,05%</b>	<b>1,05%</b>	<b>1,05%</b>
Total de Ventas	125.144	127.674	130.247	132.870	135.546	138.278	139.729	141.197	142.679	144.177
Costo de Ventas	98.038	99.742	101.565	103.646	105.844	108.004	109.073	110.201	111.378	112.563
% de Ventas	78,34%	78,12%	77,98%	78,01%	78,09%	78,11%	78,06%	78,05%	78,06%	78,07%
Gastos Grales. Adm. y Com.	21.339	22.021	22.667	23.231	23.724	23.975	24.306	24.603	24.867	25.113
% de Ventas	17,05%	17,25%	17,40%	17,48%	17,50%	17,34%	17,40%	17,42%	17,43%	17,42%
Otros Items Operativos - D&A	2.461	2.549	2.610	2.680	2.731	2.767	2.830	2.862	2.895	2.923
% de Ventas	1,97%	2,00%	2,00%	2,02%	2,01%	2,00%	2,03%	2,03%	2,03%	2,03%
<b>EBIT</b>	<b>3.306</b>	<b>3.361</b>	<b>3.404</b>	<b>3.313</b>	<b>3.247</b>	<b>3.532</b>	<b>3.520</b>	<b>3.531</b>	<b>3.539</b>	<b>3.579</b>
Ajuste Arrend. Oper.	363	307	209	107	-23	104	104	104	104	104
+ Dep. y Amort.	2.461	2.549	2.610	2.680	2.731	2.767	2.830	2.862	2.895	2.923
<b>EBITDA</b>	<b>6.130</b>	<b>6.218</b>	<b>6.223</b>	<b>6.099</b>	<b>5.955</b>	<b>6.402</b>	<b>6.454</b>	<b>6.496</b>	<b>6.538</b>	<b>6.605</b>
<b>Δ WC</b>	<b>-818,1</b>	<b>7,41</b>	<b>57,86</b>	<b>99,84</b>	<b>22,14</b>	<b>-141,72</b>	<b>16,98</b>	<b>17,52</b>	<b>7,17</b>	<b>-14,27</b>
<b>CAPEX</b>	<b>3.152</b>	<b>3.045</b>	<b>3.298</b>	<b>3.076</b>	<b>3.024</b>	<b>3.315</b>	<b>3.112</b>	<b>3.140</b>	<b>3.128</b>	<b>3.167</b>
+ Ajuste CAPEX Arrend. Oper.	40	-90	-122	-117	-131	79	79	79	79	79
<b>CAPEX Ajustado</b>	<b>3.192</b>	<b>2.954</b>	<b>3.177</b>	<b>2.960</b>	<b>2.893</b>	<b>3.393</b>	<b>3.190</b>	<b>3.218</b>	<b>3.207</b>	<b>3.245</b>

Fuente: Elaboración Propia.

Entonces:

- El PBI promedio por año sería igual al 3%
- Las ventas crecen a una tasa promedio del 1,63%.
- Los Gastos Generales de Administración y Comerciales sufren un incremento medio del 1,83 % anual, debido a que las ventas son superiores.
- El EBIT sobre las ventas representa un promedio del 2,53%.
- El crecimiento medio del EBITDA es positivo siendo en promedio para los últimos cinco años del 2,13%.

**Flujo de Fondos Descontado**

ESCENARIO OPTIMISTA (en mill. USD)	PROYECTADO										Valor Terminal
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
EBIT	3.306	3.361	3.404	3.313	3.247	3.532	3.520	3.531	3.539	3.579	
Ajuste Arrend. Oper.	363	307	209	107	-23	104	104	104	104	104	
1-t	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	
EBIT (1 - t)	2.667	2.667	2.627	2.486	2.344	2.643	2.634	2.642	2.648	2.677	
- CAPEX	-3.152	-3.045	-3.298	-3.076	-3.024	-3.315	-3.112	-3.140	-3.128	-3.167	
- Ajuste CAPEX Arrend. Oper.	-40,38	90,47	121,70	116,56	130,97	-78,53	-78,53	-78,53	-78,53	-78,53	
+D&A	2.461	2.549	2.610	2.680	2.731	2.767	2.830	2.862	2.895	2.923	
- Var.WC.	818	-7	-58	-100	-22	142	-17	-18	-7	14	
<b>FCFF</b>	<b>2.754</b>	<b>2.254</b>	<b>2.003</b>	<b>2.106</b>	<b>2.159</b>	<b>2.158</b>	<b>2.257</b>	<b>2.268</b>	<b>2.329</b>	<b>2.369</b>	<b>52.312</b>

Valor Terminal	USD 52.312
Tasa de crecimiento	1,63%
WACC	6,23%

VALOR PRESENTE (en mill. USD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Valor Terminal
Período	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Tasa de desc.	94,13%	88,61%	83,41%	78,52%	73,91%	69,58%	65,50%	61,65%	58,04%	54,63%	
<b>Valor presente</b>	<b>2.592</b>	<b>1.998</b>	<b>1.670</b>	<b>1.654</b>	<b>1.596</b>	<b>1.502</b>	<b>1.478</b>	<b>1.398</b>	<b>1.352</b>	<b>1.294</b>	<b>28.579</b>

ESCENARIO OPTIMISTA (en mil.)	
Valor Presente FCFF	USD 16.534
Valor Presente Valor Terminal	USD 28.579
Caja	USD 403
<b>Valor de la Firma</b>	<b>USD 45.516</b>
Valor de mercado de la Deuda	USD 12.701
Valor del Patrimonio	USD 32.815
Total acciones diluidas (en millones)	USD 904
<b>Precio por acción</b>	<b>USD 36,30</b>

En este escenario el valor presente del Valor Terminal, es de USD 28.579 millones , con un Valor de la Firma de **USD 45.516** millones, un valor del patrimonio neto de USD 32.815 millones, y con un precio por acción proyectado de **USD 36,30**, es decir de un 20% más que en el Escenario Base.

## 11. Marco Teórico - Valor Relativo y Valoración Por Comparables:

El método de los **Múltiplos De Cotización** consiste en valorar una empresa con objeto de hallar su valor de mercado por similitud con el valor de mercado de otras compañías comparables. Para ello es indispensable identificar varias compañías cotizadas análogas a la que queremos valorar. Luego hay que calcular algunos ratios para cada una de las empresas seleccionadas, que muestren la relación entre el valor de cada una de éstas y alguna medida de su resultado financiero.

La valoración de los precios comparables es el resultado de la valoración de la compañía que estamos considerando en base a los ratios de compañías comparables seleccionadas: precio a ganancias, precio a libro, precio a ventas, precio a flujo de caja, y valor de empresa o EV (por sus siglas en inglés "Enterprise Value") a EBITDA.

Cada uno de estos índices para las compañías comparables seleccionadas se promedian y multiplican por los valores de la compañía en la que estamos interesados para calcular el valor por acción de nuestra compañía seleccionada.

## 12. Valuación por Comparables a través de Múltiplos.

Para llevar a cabo la valuación de Kroger por esta metodología y en concordancia con lo enunciado previamente, se siguen los pasos enunciados a continuación:



## 12.1 Análisis de empresa objetivo.

Se eligen características distintivas de la empresa objeto de la valoración, esto es para poder elegir las compañías comparables. Kroger como bien se ha dicho anteriormente es una empresa cuyo principal mercado es el minorista de comercialización de alimentos y artículos de farmacia, optando para ello varios formatos de tiendas, muy utilizados en el sector.

## 12.2 Elección de Empresas comparables: Peer Group.

Las empresas objeto elegidas para realizar la comparación deben tener la mayor cantidad de similitudes con la empresa objetivo de la valuación. En Estados Unidos como en muchos países existe un código de actividad que se llama Standar Industry Clasification Code (SIC-Code), que facilita la selección de las empresas comparables que deberían compartir entre otras cosas, dicho código.

## 12.3 Elección de los múltiplos a utilizar

Para contrastar empresas similares se utilizan algunos múltiplos o ratios que permiten comparar el valor del Peer Group con la compañía analizada.

### Cálculo del valor de la empresa

Se calcula el valor de la empresa objeto de la valuación de la siguiente forma:

$$\text{Valor Estimado} = (\text{Dato o Factor de rendimiento de la empresa a analizar}) \times (\text{Múltiplo promedio comparable}).$$

### Múltiplos frecuentemente utilizados

A continuación se definirán los principales múltiplos utilizados:



### 12.3.1.1 *Ratio Precio Beneficio (en inglés Price Earning Ratio o PER)*

Indica el valor de mercado de cada unidad monetaria de beneficio de la empresa, es el ratio más utilizado. El PER se define algebraicamente de la siguiente manera:

$$PER_B = P_A / BPA_A$$

Donde P es el valor de mercado de una acción y el BPA el Beneficio por Acción; este último se define como la relación entre la ganancia neta y el número de acciones en circulación.

Posee como debilidad, que en los estados financieros de las empresas comparables el Beneficio Neto anual pueda ser sometido a alguna manipulación contable y no reflejar la realidad de la información.

### 12.3.1.2 *Valor de Empresa / Beneficios Antes de Intereses e Impuestos (EV/EBIT)*

Es un múltiplo basado en el Valor de la Empresa o Enterprise Value. Éste ratio es útil para comparar compañías con diferentes estructuras de financiamiento. Se puede definir como:

$$EV_B = EBIT_B (EV_V / EBIT_V)$$

El Enterprise Value (EV) es el importe de todos los compromisos que asume un comprador al adquirir una compañía; es el valor de la empresa sin tener en cuenta su liquidez.

***EV= Capitalización Bursátil + Deuda a valor de mercado+ Participaciones minoritarias a valor de mercado - Valor de las empresas subsidiarias + Acciones preferentes a valor de mercado - Tesorería***

El EBIT o rendimiento operativo, es el Beneficio antes de intereses e Impuestos y se calcula de la siguiente manera:

$$\text{EBIT} = \text{Utilidad Bruta} - \text{Gastos de Administración} - \text{Gastos de Ventas}$$

### 12.3.1.3 Valor de Empresa / Beneficios Antes de Intereses e Impuestos Depreciaciones y Amortizaciones (EV/EBITDA)

Este múltiplo se utiliza para comparar empresas cíclicas y/o de diferentes países, ya que suele suceder que empresas de diferentes países poseen diferentes metodologías contables en relación al cálculo de la amortización. Se define como:

$$\text{EV}_B = \text{EBITDA}_B (\text{EV}_V / \text{EBITDA}_V)$$

### 12.3.1.4 Valor de Empresa / Ventas

Éste se utiliza comúnmente para comparar empresas en crecimiento, ello pues las empresas en crecimiento usualmente no generan beneficios. Se lo define como:

$$\text{EV}_B = \text{VENTAS}_B (\text{EV}_V / \text{VENTAS}_V)$$

## 12.4 Valuación por múltiplos de Kroger

Lo más importante aquí como se dijo anteriormente es identificar las empresas con las cuales se realiza la comparación. En el caso de Kroger el código de actividad es el **5411** que pertenece al grupo de Tiendas de Comestibles, en inglés "Grocery stores", es por ello que las empresas elegidas para realizar la comparación fueron: Walmart, Cotsco y Target; con quienes comparte igual SIC-Code, y también un mercado, un público y un territorio objetivo similar.

Los múltiplos seleccionados para realizar la valoración por comparables fueron **PER, EV/EBITDA, EV/EBIT.**

Se calculan para éstas empresas los resultados de los tres múltiplos anteriormente mencionados en base a la información obtenida de la diferentes fuentes consultadas y valores obtenidos fueron los siguientes:<sup>24</sup>

### Walmart

	2017	2016	2015	2014	2013	PROMEDIO
<b>Ingresos Netos</b>	USD 9.862	USD 13.643	USD 14.694	USD 16.363	USD 16.022	
<b>Acciones en Circulación</b>	3010	3112	3217	3243	3283	
<b>Ganancias por acción</b>	USD 3,28	USD 4,38	USD 4,57	USD 5,05	USD 4,88	
<b>Precio Acción</b>	USD 104,70	USD 63,90	USD 61,74	USD 76,92	USD 65,95	
<b>P/E</b>	<b>31,96</b>	<b>14,58</b>	<b>13,52</b>	<b>15,24</b>	<b>13,51</b>	<b>17,76</b>
<b>EBITDA</b>	USD 30.966	USD 32.844	USD 33.559	USD 36.320	USD 35.742	
<b>EBIT</b>	USD 20.437	USD 22.764	USD 24.105	USD 27.147	USD 26.872	
<b>Capitalización Bursátil</b>	USD 315.147	USD 198.857	USD 198.618	USD 249.452	USD 216.514	
<b>Deuda</b>	USD 123.700	USD 118.290	USD 115.970	USD 117.553	USD 123.412	
<b>Efectivo</b>	USD 6.756	USD 6.867	USD 8.705	USD 9.135	USD 7.281	
<b>Deuda Neta</b>	USD 116.944	USD 111.423	USD 107.265	USD 108.418	USD 116.131	
<b>EV</b>	USD 432.091	USD 310.280	USD 305.883	USD 357.870	USD 332.645	
<b>EV/EBITDA</b>	<b>13,95</b>	<b>9,45</b>	<b>9,11</b>	<b>9,85</b>	<b>9,31</b>	<b>10,34</b>
<b>EV/EBIT</b>	<b>21,14</b>	<b>13,63</b>	<b>12,69</b>	<b>13,18</b>	<b>12,38</b>	<b>14,60</b>

### Cotscó

	2017	2016	2015	2014	2013	PROMEDIO
<b>Ingresos Netos</b>	USD 3.134	USD 2.679	USD 2.350	USD 2.377	USD 2.058	
<b>Acciones en Circulación</b>	442	441	441	443	442	
<b>Ganancias por acción</b>	USD 7,09	USD 6,07	USD 5,33	USD 5,37	USD 4,66	
<b>Precio Acción</b>	USD 193,30	USD 154,49	USD 140,78	USD 127,60	USD 99,13	
<b>P/E</b>	<b>27,26</b>	<b>25,43</b>	<b>26,42</b>	<b>23,78</b>	<b>21,29</b>	<b>24,84</b>
<b>EBITDA</b>	USD 4.480	USD 5.481	USD 4.927	USD 4.751	USD 4.249	
<b>EBIT</b>	USD 4.480	USD 4.111	USD 3.672	USD 3.624	USD 3.220	
<b>Capitalización Bursátil</b>	USD 85.439	USD 68.130	USD 62.084	USD 56.527	USD 43.815	
<b>Deuda</b>	USD 27.727	USD 25.268	USD 20.831	USD 22.174	USD 20.509	

<sup>24</sup> <https://finance.yahoo.com> y <https://www.macrotrends.net>

<b>Efectivo</b>	USD 7.259	USD 5.779	USD 4.729	USD 6.419	USD 7.315	
<b>Deuda Neta</b>	USD 20.468	USD 19.489	USD 16.102	USD 15.755	USD 13.194	
<b>EV</b>	USD 105.907	USD 87.619	USD 78.186	USD 72.282	USD 57.009	
<b>EV/EBITDA</b>	<b>23,64</b>	<b>15,99</b>	<b>15,87</b>	<b>15,21</b>	<b>13,42</b>	<b>16,83</b>
<b>EV/EBIT</b>	<b>23,64</b>	<b>21,31</b>	<b>21,29</b>	<b>19,95</b>	<b>17,70</b>	<b>20,78</b>

### Target (TGT)

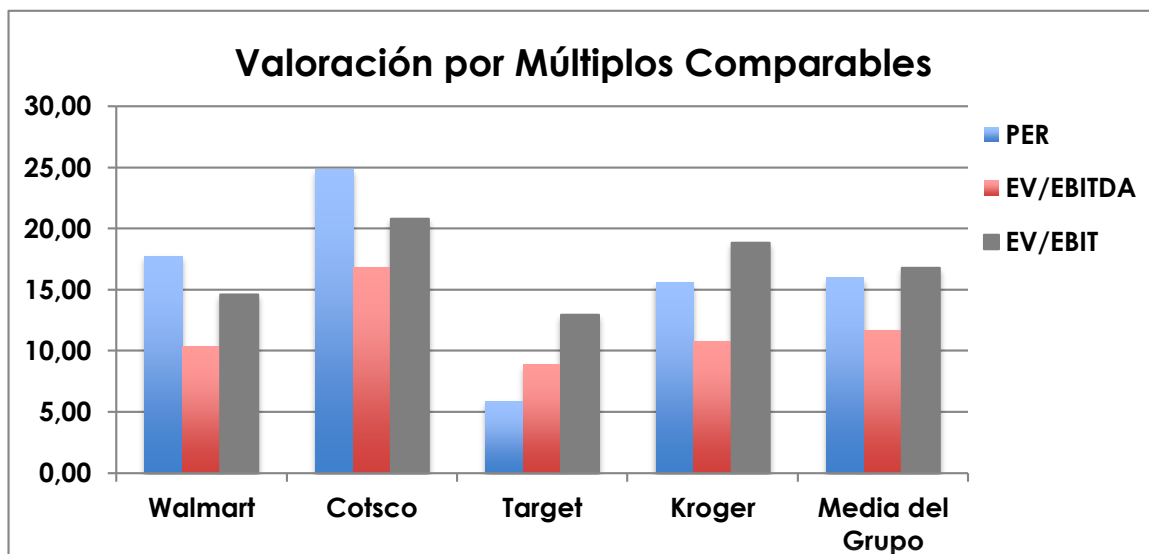
	2017	2016	2015	2014	2013	PROMEDIO
<b>Ingresos Netos</b>	USD 2.934	USD 2.737	USD 3.363	-USD 1.636	USD 1.971	
<b>Acciones en Circulación</b>	550	583	633	640	642	
<b>Ganancias por acción</b>	USD 5,33	USD 4,69	USD 5,31	-USD 2,56	USD 3,07	
<b>Precio Acción</b>	USD 73,39	USD 60,36	USD 65,64	USD 64,85	USD 48,35	
<b>P/E</b>	<b>13,76</b>	<b>12,86</b>	<b>12,36</b>	<b>-25,37</b>	<b>15,75</b>	<b>5,87</b>

<b>EBITDA</b>	USD 6.757	USD 7.267	USD 7.743	USD 6.664	USD 7.166	
<b>EBIT</b>	USD 4.312	USD 4.969	USD 5.530	USD 4.535	USD 5.170	
<b>Capitalización Bursátil</b>	USD 40.365	USD 35.190	USD 41.550	USD 41.504	USD 31.041	
<b>Deuda</b>	USD 27.290	USD 26.478	USD 27.305	USD 27.175	USD 28.322	
<b>Efectivo</b>	USD 2.643	USD 2.512	USD 4.046	USD 2.210	USD 670	
<b>Deuda Neta</b>	USD 24.647	USD 23.966	USD 23.259	USD 24.965	USD 27.652	
<b>EV</b>	USD 65.012	USD 59.156	USD 64.809	USD 66.469	USD 58.693	
<b>EV/EBITDA</b>	<b>9,62</b>	<b>8,14</b>	<b>8,37</b>	<b>9,97</b>	<b>8,19</b>	<b>8,86</b>
<b>EV/EBIT</b>	<b>15,08</b>	<b>11,90</b>	<b>11,72</b>	<b>14,66</b>	<b>11,35</b>	<b>12,94</b>

La media de la industria para el PER es de 16,01, la del EV/EBITDA de 11,69 y la del EV/EBIT de 16,79. Donde los mayores múltiplos los tiene Costco con un promedio de las relaciones de 20,81; y los menores Target con un valor de 9,22. Kroger presenta un promedio de ellas de **15,04**.

Resumiendo la información el cuadro a continuación:

	PER	EV/EBITDA	EV/EBIT
<b>Walmart</b>	17,76	10,34	14,60
<b>Cotsco</b>	24,84	16,83	20,78
<b>Target</b>	5,87	8,86	12,94
<b>Kroger</b>	15,57	10,74	18,81
<b>Media del Grupo</b>	<b>16,01</b>	<b>11,69</b>	<b>16,79</b>



Fuente: Elaboración Propia.

Luego se procedió a aplicar éstos parámetros para calcular la valoración de Kroger en base al método en cuestión y lo obtenido fue los siguiente:

**Kroger (KR)**

	2017	2016	2015	2014	2013	PROMEDIO
<b>Ingresos Netos</b>	USD 1.907	USD 1.975	USD 2.039	USD 1.728	USD 1.519	
<b>Acciones en Circulación</b>	904	958	980	993	1040	
<b>Ganancias por acción</b>	USD 2,11	USD 2,06	USD 2,08	USD 1,74	USD 1,46	
<b>Precio Acción</b>	USD 29,93	USD 32,86	USD 37,06	USD 32,45	USD 16,48	
<b>P/E</b>	<b>14,19</b>	<b>15,94</b>	<b>17,81</b>	<b>18,65</b>	<b>11,28</b>	<b>15,57</b>
<b>EBITDA</b>	USD 4.521	USD 5.776	USD 5.665	USD 5.085	USD 4.428	
<b>EBIT</b>	USD 2.085	USD 3.436	USD 3.576	USD 3.137	USD 2.725	
<b>Capitalización Bursátil</b>	USD 27.057	USD 31.480	USD 36.319	USD 32.223	USD 17.139	
<b>Deuda</b>	USD 30.292	USD 29.795	USD 27.099	USD 25.055	USD 23.886	
<b>Efectivo</b>	USD 1.508	USD 1.232	USD 1.200	USD 1.256	USD 1.359	
<b>Deuda Neta</b>	USD 28.784	USD 28.563	USD 25.899	USD 23.799	USD 22.527	
<b>EV</b>	USD 55.841	USD 60.043	USD 62.218	USD 56.022	USD 39.666	
<b>EV/EBITDA</b>	<b>12,35</b>	<b>10,40</b>	<b>10,98</b>	<b>11,02</b>	<b>8,96</b>	<b>10,74</b>
<b>EV/EBIT</b>	<b>26,78</b>	<b>17,47</b>	<b>17,40</b>	<b>17,86</b>	<b>14,56</b>	<b>18,81</b>

El crecimiento promedio en los últimos cuatro años de los ingresos netos de Kroger fue de 6,29% anual, siendo negativo en los últimos dos años analizados. Los múltiplos fueron el PER es de 15,57, el EV/EBITDA de 10,74 , y el EV/EBIT de 18,81.

Tras aplicar los valores medios de las relaciones mencionadas obtenemos a través del índice PER un valor de la empresa de USD 30.532 millones y un precio para la acción de **USD 33,77**.

<b>PER PROMEDIO</b>	16,01
<b>BENEF POR ACCION</b>	USD 2,11
<b>PRECIO POR ACCION Según PER</b>	<b>USD 33,77</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>USD 30.532</b>

Realizando el ajuste por los arrendamientos operativos en los valores de los resultados EBIT y EBITDA, resulta que la empresa posee un patrimonio de USD 63.501 millones y un precio de **USD 46,88** por acción por medio del ratio EV/EBITDA; y de USD 39.726 millones con una cotización por acción de **USD 20,58** a través del EV/EBIT.

Con Ajuste por Arrendamientos Operativos				
<b>EV/EBITDA PROMEDIO</b>	11,69			
<b>EV/EBIT PROMEDIO</b>	16,79	<b>Patrimonio</b>	<b>Múltiplo</b>	<b>PRECIO POR ACCION</b>
<b>EBITDA</b>	USD 5.432	<b>EV</b>	<b>USD 63.501</b>	<b>EV/EBITDA</b>
<b>EBIT</b>	USD 2.367	<b>EV</b>	<b>USD 39.726</b>	<b>EV/EBIT</b>
				<b>USD 46,88</b>
				<b>USD 20,58</b>

PRECIO POR ACCION	
<b>Según PER</b>	USD 33,77
<b>Según EV/EBITDA</b>	USD 46,88
<b>Según EV/EBIT</b>	USD 20,58
<b>PROMEDIO</b>	<b>USD 33,74</b>

El rango de precio de las acciones para Kroger según la valoración por múltiplos comparables oscilaría entonces entre USD 20,58 y USD 46,88, **siendo el promedio de los tres USD 33,74**.

### 13. Conclusión final

Como se ha visto a lo largo del desarrollo del presente trabajo, la industria minorista de alimentos, donde se halla inmersa la firma que ha sido valorada, es cada vez más competitiva y exigente. Con una amplia rivalidad en los precios de venta, abriendo lugar a canales de comercialización alternativos que conllevan ajustes en la logística de las empresas, nuevas tendencias demográficas que traen aparejadas nuevas costumbres alimentarias, y preferencias alimenticias orientadas hacia consumos saludables.

Con más de 2.000 tiendas de costa a costa, 449.000 personas empleadas, ventas de más de USD 122 billones, Kroger tiene tanto escala como alcance. Las nuevas reglas a las que se enfrenta la empresa, producto del aumento en las apuestas en la industria, ha obligado a KR a reformular su estrategia en la búsqueda de mejoras continuas, como en la iniciativa llamada "Restock Kroger".

Es evidente que el mercado ha percibido, no sólo el entorno más competitivo, sino también las diferentes decisiones puestas en marcha por la firma a lo largo del tiempo; tanto en las fusiones con otras firmas del sector, como en las políticas aplicadas.

Ello se traduce en una fluctuante cotización de las acciones de la compañía, siendo al cierre del último ejercicio económico analizado de **USD 30,36**.

Se observa, que si bien las ventas han crecido en valores absolutos, la relación porcentual de las mismas con los diferentes niveles de ingresos **EBIT, EBITDA y Ganancia neta operativa**, han ido disminuyendo desde el 2013 a la fecha.

Al aplicar el método de **Flujos de Fondos Descontados o DCF** como metodología de valuación del patrimonio neto o equity de Kroger, se arriba a distintos valores estimados para el precio de la acción. Ello de acuerdo a tres diferentes posibles escenarios a presentarse en el futuro, calculados en base a los pronósticos de los analistas para los diferentes "drivers" o variables de influencia de la economía en general (PBI e inflación). Todo esto, con el objeto de orientar a un inversor tipo en sus decisiones. En el cuadro a continuación se resume a las estrategias de inversión recomendadas según el escenario planteado:

PRECIOS ESTIMADOS POR DCF	PRECIO ESTIMADO ACCIÓN	RECOMENDACIÓN AL INVERSOR
Cotización al cierre del ejercicio 2017	USD 30,36	
BASE	USD 30,17	Mantener
PESIMISTA	USD 26,46	Vender
OPTIMISTA	USD 36,30	Comprar

Fuente: Elaboración Propia.

Por otra parte siguiendo la **metodología de Valoración por Múltiplos Comparables** llegamos a los resultados que se presentan en el cuadro siguiente. Allí se establecen también las sugerencias a los inversores interesados según la estimación de las cotizaciones realizadas por los diferentes ratios:

PRECIOS ESTIMADOS POR MÚLTIPLOS COMPARABLES	PRECIO ESTIMADO ACCIÓN	RECOMENDACIÓN AL INVERSOR
PRECIO POR ACCION Según PER	USD 33,77	Comprar
PRECIO POR ACCION Según EV/EBITDA	USD 46,88	Comprar
PRECIO POR ACCION Según EV/EBIT	USD 20,58	Vender
PROMEDIO MÚLTIPLOS	USD 33,74	Comprar

Fuente: Elaboración Propia.

Se concluye que el inversionista deberá prestar atención al momento de tomar sus decisiones, teniendo en cuenta no sólo el entorno de la economía americana y el comportamiento de las variables inductoras que afectarían el proceder de la industria, sino también las políticas adoptadas por la empresa para afrontar las diferentes situaciones.



---

## 14. Bibliografía.

### Libros y publicaciones:

- Aswath Damodaran, 2006, "Damodaran on Valuation", 2da ed., John Wiley & Sons Inc.
- Keith A. Allman, 2010, "Corporate Valuation Modelling - A Step-by-Step Guide", John Wiley & Sons Inc.
- Pablo Fernández, 2008, "Métodos de Valoración de Empresas", Universidad de Navarra - IESE Business School.
- Valuation Measuring And Managing The Value Of Companies , Fifth Edition, McKinsey & Company
- Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels, 2010, "Valuation Measuring and Managing the Value of Companies", McKinsey & Company, 5ta. Ed., John Wiley & Sons Inc.
- Manuel Pereyra Terra, 2008, Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales - Documento de Trabajo No 41, Universidad ORT Uruguay.
- Pablo Fernández, "Valoración de Empresas por Descuento de Flujos: lo fundamental y las Complicaciones Innecesarias", Universidad de Navarra - IESE Business School.
- Aswath Damodaran, Stern School of Business, Julio 2017, Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications
- Pablo Fernández, "Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables", 1999 - IESE Business School.
- Aswath Damodaran, Stern School of Business, Abril 2009, "Leases, Debt and Value".
- Eugene F. Fama and Kenneth R. French- A Five-Factor Asset Pricing Model

### Sitios y enlaces:

- Aswath Damodaran; <http://www.stern.nyu.edu>
- <https://www.thekrogerco.com>
- <http://repositorio.udesa.edu.ar>
- <https://finance.yahoo.com>
- Nasdaq; <http://www.nasdaq.com>
- Bloomberg; <http://www.bloomberg.com>
- <https://financials.morningstar.com>
- <https://www.gurufocus.com>
- [https://ycharts.com/indicators/grocery\\_store\\_sales](https://ycharts.com/indicators/grocery_store_sales)
- FacSet Financial Research; [www.facset.com](http://www.facset.com)

- Reserva Federal de los Estados Unidos; <http://www.federalreserve.gov>
- Fondo Monetario Internacional; <http://www.imf.org>
- U.S. Bureau of Labor Statistics; <http://www.bls.gov>
- <https://www.investopedia.com>
- <https://www.supermarketnews.com>
- <https://retail-index.emarketer.com>
- <https://www.sec.gov>
- <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>
- MarketLine
- Ebsco.host
- <https://www.fmi.org/our-research/supermarket-facts/grocery-store-chains-net-profit>
- Progressive Grocer; <http://www.progressivegrocer.com>  
<https://progressivegrocer.com/84th-annual-report-grocery-industry-finds-grocers-upbeat-despite-uncertainty>
- [www.duffandphelps.com](http://www.duffandphelps.com)
- <https://www.duffandphelps.com/media/assets/pdfs/publications/mergers-and-acquisitions/industry-inserts/consumer/food-retail-industry-insights-2016>
- <https://www.nationalgrocers.org/education-research/consumer-trends-research-2>
- <https://www.cbo.gov/system/files?file=2018-08/54318-EconomicOutlook-Aug2018-update.pdf>
- United States Economic Forecast 3 Q 2018 Deloitte - DI\_USEF\_2018\_Q3.pdf
- <https://www2.deloitte.com/insights/us/en/economy/us-economic-forecast/2015-q4.html>
- <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/consumer-business/us-cb-retail-wholesale-distribution-outlook-2018.pdf>
- [https://www2.deloitte.com/content/dam/insights/us/articles/3763\\_USEF\\_Q1\\_2017/DUP\\_USEF\\_Q117.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/insights/us/articles/3763_USEF_Q1_2017/DUP_USEF_Q117.pdf)
- <https://retailindex.emarketer.com/company/data/5374f24a4d4afd2bb4446582/53baad98404bea08f8cc11cf/ltst/false/kroger-credit-ratings>
- Market Realist Research & Analytic: <http://www.marketrealist.com>
- "Perspectivas de la economía mundial". octubre 2015; <http://www.imf.org>
- "2015 Retail Industry Report". Mazzone & Associates Inc.;
- <http://www.globalmna.com/assets/2015retailindustryreport.pdf>.
- <https://en.wikipedia.org>
- <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/1179/TFM000161.pdf?sequence=1>
- [http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.htm](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.htm)
- <https://is-lm.com/retorno-sobre-el-capital-invertido-roic/>