



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magíster en Finanzas

Valuación de Kroger Co.

Autora: Lilian Sebastiana Fernández Ortega

Documento: 4.142.845

Director de Trabajo Final de Graduación: Alejandro E. Loizaga

Buenos Aires, 3 de enero de 2024

Resumen Ejecutivo

El objetivo del presente trabajo es valorar el paquete accionario de Kroger Co. mediante los métodos de flujo de fondos descontados (FFD) y de valuación por múltiplos comparables, estableciendo como fecha de valuación el sábado 28 de enero de 2023, día de cierre de los últimos estados financieros anuales disponibles, correspondiente al año fiscal 2022. Sus acciones cotizaban en el mercado al precio de US\$ 45,05 a la fecha más próxima de la valuación (viernes 27/01/2023).

Kroger Co. es una cadena de supermercados que tiene una gran variedad de departamentos, que van desde productos electrónicos, alimentos, belleza, salud, bienestar y hasta combustible. Aunque aún no se ha expandido más allá de las fronteras de los Estados Unidos, de igual forma es una de las cadenas de supermercados más grandes del mundo.

En este documento se presenta un análisis exhaustivo de la empresa, abarcando su historia, negocio y estrategia, se realiza un estudio completo de la situación financiera, de la industria en la que opera y de sus competidores. Para el análisis se utilizó la información pública existente, proveniente de reportes, presentaciones, comunicados y los estados financieros de la compañía.

Por el método flujo de fondos descontados se estimó la valoración del paquete accionario de la empresa Kroger Co. en un valor de US\$ 54,02 la acción, que en un escenario pesimista iría a US\$ 38,50 y un escenario optimista iría a US\$ 73,44. En el escenario base, esta valoración muestra disparidad con respecto al precio de mercado, posiblemente debido a la utilización de supuestos diferentes a los que emplea el mercado.

Además, para validar la consistencia de los valores estimados, se halló el múltiplo de EV/EBITDA, uno de los más populares para la valuación por múltiplos para comparar empresas independientemente de su estructura de capital, cuyo rango de precios se situó entre US\$ 56,97 al US\$ 66,86 por acción.

Índice

1.	Descripción de la empresa Kroger Co.	1
1.1	La historia de Kroger	7
1.2	El negocio de Kroger.....	9
1.3	Fusión propuesta con Albertsons Companies, Inc.	12
1.4	Descripción de la acción de Kroger Co. (KR)	13
2.	Análisis de la industria.....	16
2.1	Industria de ventas minoristas.....	16
2.2	Demanda de productos orgánicos	18
3.	Análisis competitivo	20
3.1	Competidores de Kroger	20
3.2	Posición competitiva de Kroger Co. en su industria.....	22
3.3	Análisis FODA	23
3.3.1	Fortalezas	23
3.3.2	Oportunidades	24
3.3.3	Debilidades.....	24
3.3.4	Amenazas	25
4.	Análisis financiero de Kroger Co.....	27
4.1	Análisis porcentual del estado de resultados	27
4.1.1	Crecimiento de los ingresos y la ganancia bruta.....	29
4.2	Análisis porcentual del estado de situación patrimonial	29
4.2.1	Análisis del activo	29
4.2.2	Análisis del pasivo y patrimonio neto	31
4.3	Estructura de capital	33
4.4	Ratios de rentabilidad	34
4.4.1	Margen Bruto	34
4.4.2	Margen EBITDA	35
4.4.3	Margen Operativo	36
4.4.4	ROE, ROA y EBITDA sobre Activos	37
4.4.5	Análisis de la fórmula DuPont	38
4.5	Ratios operativos.....	40
4.5.1	Ratios de eficiencia operativa	40
4.5.2	Capital de trabajo	40
4.6	Ratios crediticios	41

4.6.1	Ratio de liquidez.....	42
4.6.2	Ratio de endeudamiento.....	42
4.6.3	Ratio de cobertura de intereses.....	43
5.	Valuación de Kroger Co. por flujo de fondos descontados.....	45
5.1	Factores que afectan el crecimiento de ventas	46
5.1.1	Comportamiento de los clientes	47
5.1.2	Tendencia comercio electrónico	47
5.2	Proyección de ventas futuras.....	48
5.3	Margen operativo.....	49
5.4	Inversiones de capital.....	49
5.5	Amortizaciones y depreciaciones.....	51
5.6	Ajuste por arrendamiento operativo	52
5.7	Impuestos.....	53
5.8	Capital de trabajo.....	53
5.9	Tasa de descuento de los flujos de fondos	54
5.9.1	Costo del capital propio	54
5.9.2	Costo de la deuda.....	57
5.9.3	Estructura de capital	59
5.9.4	Tasa de descuento WACC.....	59
5.10	Valor terminal de la firma	60
5.11	Valuación de la compañía – Escenario Base	62
5.12	Valuación de la compañía – Escenario Optimista	63
5.13	Valuación de la compañía – Escenario Pesimista.....	65
6.	Valuación de la compañía por múltiplos comparables	67
	Conclusión.....	71
	Bibliografía	72
	Apéndice- Regresión Beta a 3, 5 y 10 años de Kroger Co. vs S&P 500.....	74

Índice de tablas

Tabla 1: Análisis histórico del SSS de Kroger (2012-2022)	7
Tabla 2: Retorno total para el período 2017-2022 para la acción de Kroger, índice S&P 500 y grupo de pares	14
Tabla 3: Análisis de resultados recientes de las empresas competidoras	21
Tabla 4: Análisis porcentual del estado de resultados periodo 2018-2022	27
Tabla 5: Crecimiento de ingresos y ganancia bruta de Kroger 2018-2022	29
Tabla 6: Análisis porcentual del activo 2018-2022	30
Tabla 7: Análisis porcentual del pasivo y patrimonio neto 2018-2022	32
Tabla 8: Composición de la deuda financiera de Kroger al 28/01/2023	34
Tabla 9: Proporción deuda y capital accionario	34
Tabla 10: Ratios de rentabilidad 2018-2022	37
Tabla 11: Análisis de la fórmula DuPont	39
Tabla 12: Ratios de eficiencia 2018-2022	40
Tabla 13: Análisis del capital de trabajo 2018-2022(en millones de US\$)	41
Tabla 14: Ratios crediticios 2018-2022	41
Tabla 15: Análisis del margen operativo	49
Tabla 16: Inversiones de capital incluidos pagos por adquisiciones de arrendamiento años 2018-2022	49
Tabla 17: Inversiones de capital incluidos pagos por adquisiciones de arrendamiento proyectados año 2023-2027	50
Tabla 18: Histórico de propiedades y equipos, y sus depreciaciones	51
Tabla 19: Proyección de propiedades y equipos y sus depreciaciones	52
Tabla 20: Ajuste arrendamiento operativo	53
Tabla 21: Tasa impositiva efectiva años 2020-2022	53
Tabla 22: Análisis del capital de trabajo histórico y proyectado (en millones de US\$)	54
Tabla 23: Tasa libre de riesgo	55
Tabla 24: Rendimiento del mercado histórico	57
Tabla 25: Bonos emitidos por Kroger en US\$	58
Tabla 26: Datos bono Kroger Co con vencimiento en el 2038	59
Tabla 27: Flujo de fondos y valuación de Kroger en el escenario base	62
Tabla 28: Valor del capital y precio por acción de Kroger en el escenario base	63
Tabla 29: Flujo de fondos y valuación de Kroger en el escenario optimista	64
Tabla 30: Valor del capital y precio por acción de Kroger en el escenario optimista	64

Tabla 31: Flujo de fondos y valuación de Kroger en el escenario pesimista.....	65
Tabla 32: Valor del capital y precio por acción de Kroger en el escenario pesimista	66
Tabla 33: Cálculo de múltiplos de empresas comparables de la industria del comercio minorista en Estados Unidos en el año 2022	67
Tabla 34: Análisis de resultados recientes de las empresas más equiparables	68
Tabla 35: Promedio de múltiplos de las empresas más equiparables a Kroger	69
Tabla 36: Sensibilización del múltiplo EV/EBITDA.....	69
Tabla 37: Resultados de la valuación	71



Universidad de
San Andrés

Índice de gráficos

Gráfico 1: Ventas totales de Kroger 2018-2022 (en millones de US\$).....	1
Gráfico 2: Margen Operativo 2018-2022 (en millones de US\$).....	2
Gráfico 3: Ventas totales de Kroger en los Estados Unidos de 2014 a 2022 (en millones de US\$)	4
Gráfico 4: Ingresos por tipo de producto de Kroger del 2022	5
Gráfico 5: Ventas de supermercados de Kroger de 2014-2022 (en millones de US\$).....	5
Gráfico 6: Ventas de combustible de Kroger de 2014-2022 (en millones de US\$).....	6
Gráfico 7: Número de tiendas de Kroger 2014-2022	12
Gráfico 8: Cotización histórica Kroger Co. 2013-2023	14
Gráfico 9: Comparación del rendimiento total acumulado de 5 años entre kroger, S&P 500 y el grupo de pares	15
Gráfico 10: Ventas de supermercados en los Estados Unidos de 1992 a 2022 (en millones de US\$)	17
Gráfico 11: Ventas de alimentos orgánicos en los Estados Unidos de 2005 a 2021 (en millones de US\$)	19
Gráfico 12: Ventas de los principales minoristas de alimentos en los Estados Unidos en 2022 (en millones de US\$)	23
Gráfico 13: Evolución Margen Bruto de Kroger de los años 2018-2022.....	35
Gráfico 14: Evolución de EBITDA de Kroger para el período 2018-2022	35
Gráfico 15: Evolución Margen Operativo de Kroger para el período 2018-2022	36
Gráfico 16: Ratios de Rentabilidad de Kroger 2018-2022.....	38
Gráfico 17: Evolución del ratio de liquidez de Kroger para el período 2018-2022.....	42
Gráfico 18: Evolución del ratio de endeudamiento de Kroger para el período 2018-2022.....	43
Gráfico 19: Evolución del ratio de cobertura de intereses de Kroger para el período 2018-2022	44
Gráfico 20: Ingresos por compras en línea de alimentos en Estados Unidos 2018-2027	47
Gráfico 21: Rolling Beta de los retornos de Kroger Co. vs S&P 500 de 2002 al 2022	56
Gráfico 22: Regresión Beta a 3 años de Kroger Co. vs S&P 500.....	74
Gráfico 23: Regresión Beta a 5 años de Kroger Co. vs S&P 500.....	74
Gráfico 24: Regresión Beta a 10 años de Kroger Co. vs S&P 500.....	75

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1: Plantas de fabricación	3
Ilustración 2: Logo de Kroger Co.	8
Ilustración 3: Familia de compañías de Kroger Co.	9
Ilustración 4: Fortaleza de sus frentes competitivos	10
Ilustración 5: FODA de Kroger Co.....	26
Ilustración 6: Análisis Dupont.....	39
Ilustración 7: Fórmula del modelo FFD	45
Ilustración 8: Fórmula del Valor de la firma.....	46
Ilustración 9: Fórmula del flujo de fondos de la firma	46
Ilustración 10: Fórmula de la tasa Ke	54
Ilustración 11: Fórmula de la tasa WACC.....	60
Ilustración 12: Fórmula de valor terminal.....	60



Universidad de
San Andrés

Glosario

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

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

CAPM: Acrónimo de Capital Asset Pricing Model, por sus siglas en inglés o Modelo de Valoración de Activos Financieros, es un modelo utilizado en finanzas para determinar el rendimiento esperado de un activo financiero. Se basa en la premisa de que el riesgo de un activo se puede medir en relación con el riesgo sistemático del mercado.

CUSIP: hace referencia en inglés a Committee on Uniform Securities Identification Procedures (Comité de Procedimientos Uniformes de Identificación de Valores). El código CUSIP es un número que identifica la mayoría de los instrumentos financieros, como acciones y bonos, de Estados Unidos (EE.UU.) y Canadá.

EBIT: En inglés Earnings Before Interest and Taxes o Beneficio Antes de Intereses e Impuestos, es el dato anual que indica la eficiencia operativa de la empresa y la capacidad de los activos para generar rentas, también denominado resultado operativo.

EBITDA: beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, en inglés earnings before interest taxes depreciation and amortization

EV: Enterprise Value por sus siglas en inglés, se refiere al valor de mercado de la compañía en su conjunto, teniendo en cuenta el valor de su deuda y el valor de sus acciones.

FFD: Flujo de fondos descontados

Flujos de fondos: Es lo mismo que flujos de fondos disponible, que son aquellos fondos generados por una empresa después de haber cubierto los gastos operativos e impuestos, pero antes de realizar pagos de intereses u otros pagos o cobros financieros. En otras palabras, se trata del dinero que queda disponible para ser utilizado en otras actividades, una vez que se han pagado los gastos esenciales de la empresa y se han cumplido las obligaciones fiscales.

ISIN: acrónimo de International Securities Identification Numbering system. El código ISIN tiene como finalidad identificar de forma unívoca a un valor mobiliario internacionalmente. Se compone de 12 caracteres alfanuméricos.

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

KE: Se refiere al costo del capital propio. Es la tasa de rendimiento que es exigido por los accionistas sobre los aportes de capital.

ROA: retorno sobre los activos, en inglés return over assets. El ROA mide la rentabilidad de la empresa en función de su capacidad para generar ganancias utilizando sus activos.

ROE: retorno sobre el patrimonio neto, en inglés return over equity

SEC: hace referencia en inglés a Securities and Exchange Commission, que es la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos en español. Es una agencia del Gobierno de Estados Unidos que tiene la responsabilidad principal de hacer cumplir las leyes federales de los valores y regular la industria de los valores, los mercados financieros de la nación, así como las bolsas de valores, de opciones y otros mercados de valores electrónicos.

SSS: Same Store Sales por sus siglas en inglés. Ventas en la misma tienda respecto al año anterior, es una métrica financiera que las empresas de la industria minorista utilizan para evaluar el monto total en dólares de las ventas en las tiendas de la empresa que han estado operando durante un año o más.

S&P 500: por las siglas en inglés de Standard & Poor's 500 Index. Es un índice selectivo de las bolsas de Estados Unidos que tiene en cuenta la cotización de las 500 empresas más grandes y líquidas de aquel país.

US\$: símbolo del dólar estadounidense.

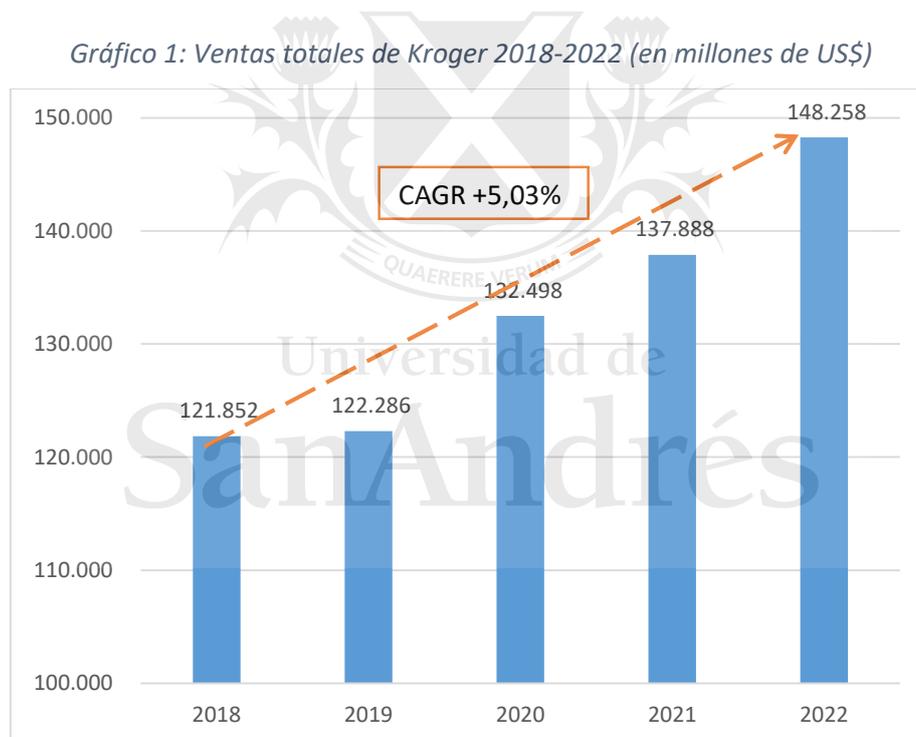
WACC: Weighted Average Cost of Capital por sus siglas en inglés, también llamado costo promedio ponderado de capital.

YTM: Yield to Maturity, por sus siglas en inglés, o rendimiento al vencimiento, es la rentabilidad que se obtiene al comprar un bono si lo mantiene durante toda su vida, es decir, hasta su vencimiento.

1. Descripción de la empresa Kroger Co.

The Kroger Co., en adelante “Kroger”, es uno de los minoristas más grandes del mundo, medido por ingresos. La firma es una cadena de supermercados de varios departamentos que opera en los Estados Unidos. Dichos departamentos van desde productos electrónicos, alimentos, belleza, salud, bienestar y hasta combustible. La Compañía también fabrica y procesa alimentos para la venta en sus supermercados y en línea, lo que reduce el costo de sus productos y brinda control sobre la calidad y la cadena de suministro.

El año fiscal de Kroger Co. finaliza el sábado más cercano al 31 de enero. Todas las referencias a 2022, 2021, 2020, 2019 y 2018 son a los años fiscales que terminaron el 28 de enero de 2023, el 29 de enero de 2022, el 30 de enero de 2021, 01 de febrero de 2020 y 02 de febrero de 2019 respectivamente. A continuación, se presenta la evolución de las ventas de supermercados de Kroger de los últimos 5 años fiscales:



Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

La tasa compuesta de crecimiento promedio anual (CAGR por sus siglas en inglés) del período fiscal del año 2018 al 2022 es de +5,03%, lo que indica un ritmo de crecimiento estable, debido a que Kroger es un negocio maduro y estable.

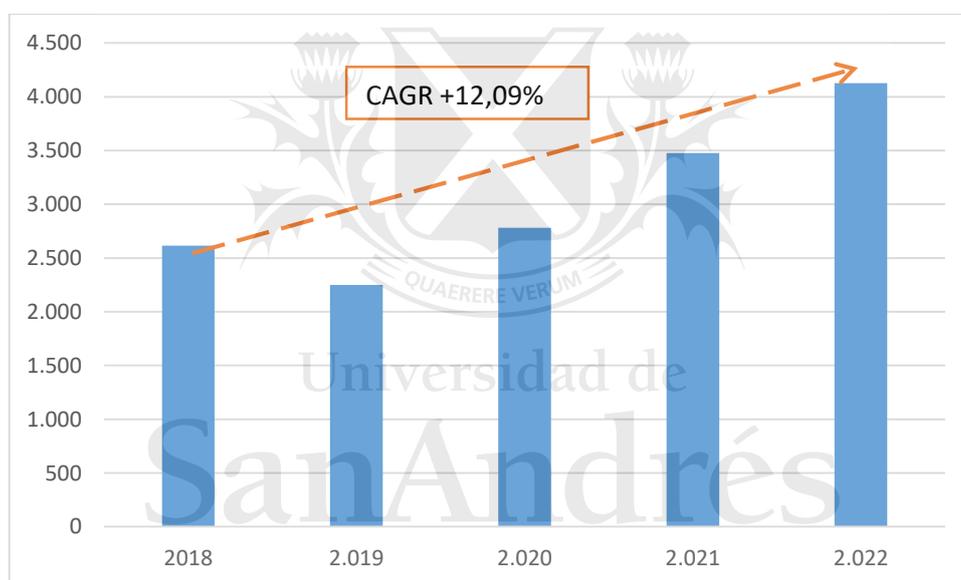
La base del modelo de creación de valor de la compañía es el negocio minorista de alimentos omnicanal, que se basa en los activos estratégicos de Kroger: sus tiendas, el ecosistema digital,

sus marcas y sus datos. Estos activos, cuando se combinan con la estrategia de lanzamiento al mercado, brindan una propuesta de valor atractiva para sus clientes.

Continúa construyendo la lealtad de los clientes a largo plazo a través de productos frescos, sus marcas, la personalización y la experiencia de compra perfecta para impulsar el crecimiento sostenible de las ventas en el negocio de supermercados minoristas, incluidos los combustibles, la salud y el bienestar. Esto, a su vez, genera los datos y el tráfico que permite que sus negocios alternativos sean de ganancias de rápido crecimiento y alto margen operativo.

Está evolucionando de un minorista de alimentos tradicional a un negocio de alimentos más diverso que se espera genere un crecimiento constante de las ganancias netas en el futuro. (The Kroger Co., 2023)

Gráfico 2: Margen Operativo 2018-2022 (en millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

La tasa compuesta de crecimiento promedio anual del margen operativo de la compañía es del +12,09% del período fiscal del año 2018 al 2022. En el año 2022 obtuvo un 2,78% de margen operativo y se encuentra dentro del promedio de la industria que es de 3,12% según cálculo sobre las empresas comparables.

Al 28 de enero de 2023, Kroger operaba 33 plantas de producción de alimentos. Estas plantas constaban de: 14 plantas de lácteos, 9 plantas de panadería, 5 plantas de productos comestibles, 2 plantas de bebidas, 2 plantas de queso y 1 planta de carnes. Aproximadamente el 30% de las unidades de sus propias marcas y el 42% de las unidades de la categoría de artículos comerciales, especialmente comidas, bebidas y conservas de sus propias marcas que se venden en sus

supermercados se producen en sus plantas de producción de alimentos, los demás artículos son producidos según estrictas especificaciones por fabricantes externos.

Ilustración 1: Plantas de fabricación



Fuente: Kroger Co.

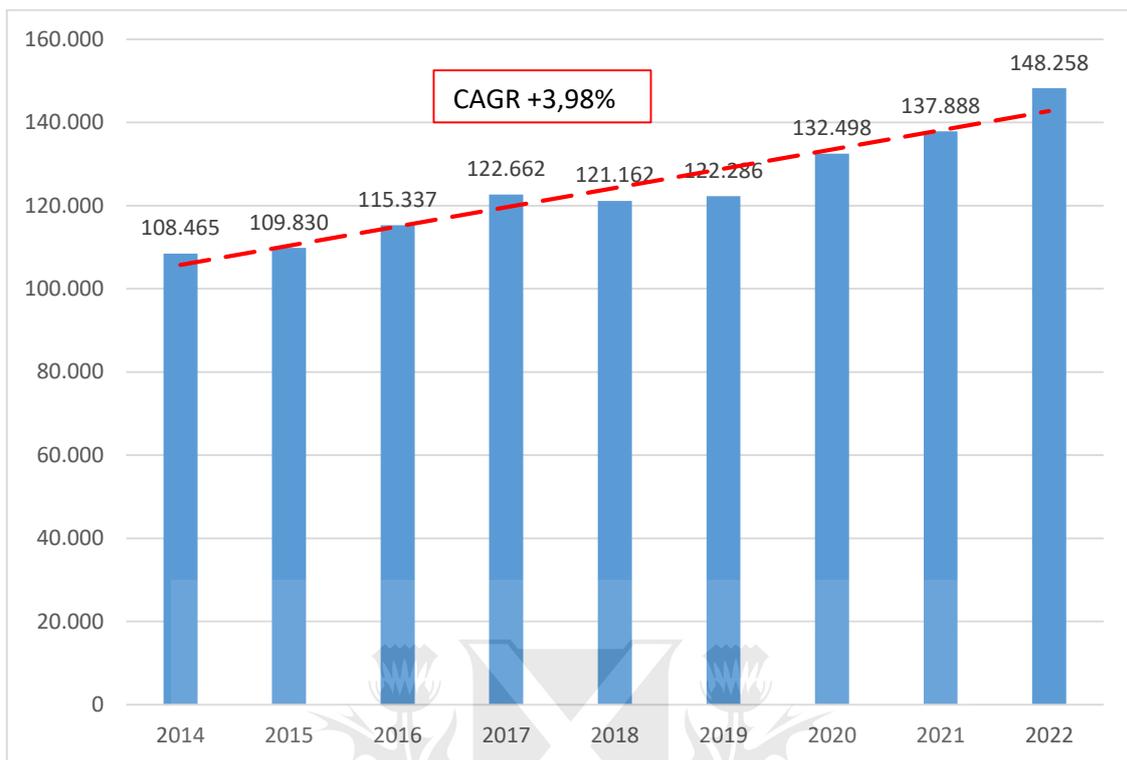
El negocio de Kroger se basa en su posición de liderazgo en el mercado minorista de alimentos, incluida la comodidad adicional de farmacias y estaciones de combustible en sus establecimientos.

Los formatos de negocio incluyen supermercados, opciones de compras digitales integradas, tiendas de depósito de impacto en el precio y tiendas de varios departamentos, que son similares a los supercentros, pero ofrecen una mayor variedad de prendas de vestir y mercancías generales de marcas nacionales.

El modelo físico aprovecha sus activos existentes para proporcionar productos frescos y soluciones de comida con proximidad e inmediatez, mientras que sus instalaciones dedicadas pueden ofrecer una amplia variedad de opciones junto con la escala y el alcance para apuntar a nuevos clientes. Este ecosistema continuo aprovecha estos dos modelos, formando una red dinámica que abarca las tiendas y centros automatizados de atención al cliente. Este enfoque permite capturar más ventas.

Las ventas totales de Kroger ascendieron a más de 148.258 millones de US\$ en el año 2022. A continuación, se presenta la evolución de las ventas totales de Kroger desde el año 2014 al 2022:

Gráfico 3: Ventas totales de Kroger en los Estados Unidos de 2014 a 2022 (en millones de US\$)



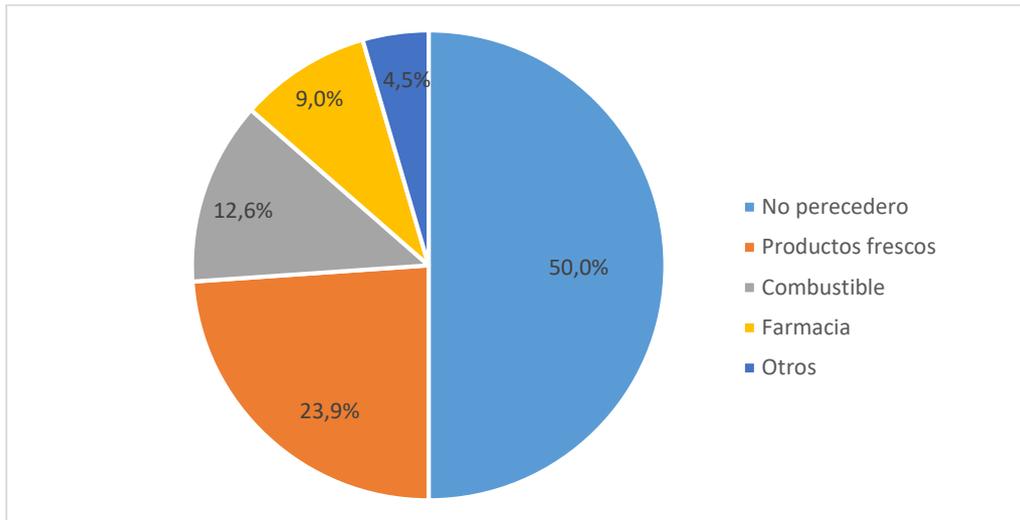
Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger Co. y Statista

En el año 2022 las ventas de Kroger ascendieron a más de US\$ 148.258 millones, más que el año anterior, cuando ascendieron a casi US\$ 138.000 millones. La tasa compuesta de crecimiento promedio anual de las ventas totales del año 2014 al 2022 fue de 3,98%.

Las ventas totales del año 2022 están compuestas por las ventas de los siguientes productos:

- No perecederos; que consiste principalmente en comidas, bebidas y conservas, mercadería general, cuidado de la salud y belleza y alimentos naturales.
- Frescos; consiste principalmente en productos agrícolas, florales, carnes, mariscos, fiambres, panadería y preparados frescos.
- Combustible.
- Farmacia; y
- Otros, consiste principalmente en ventas relacionadas con plantas de producción de alimentos a terceros, servicios de análisis de datos, ingresos de medios de terceros, otras entidades consolidadas, farmacias especializadas, clínicas de salud en tiendas, servicios de cupones digitales y otras ventas en línea no incluidas en las categorías anteriores.

Gráfico 4: Ingresos por tipo de producto de Kroger del 2022



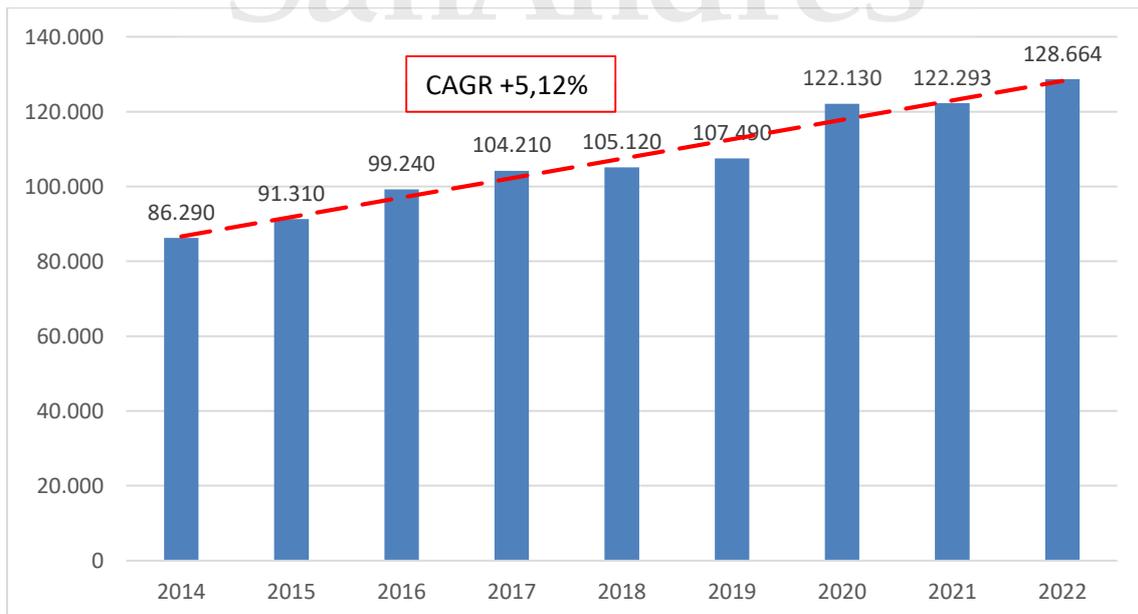
Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger Co

De las ventas totales; las ventas de artículos no perecederos fueron del 50%, las ventas de los productos frescos el 23,9%, las ventas de combustible en los supermercados el 12,6%, las ventas de farmacia el 9% y las ventas de otros productos el 4,5%.

Como se puede deducir las ventas en los supermercados minoristas son las que más aportan a las ventas totales de la firma, sobre todo la posición de liderazgo en alimentación que es lo que sustenta el modelo de creación de valor de Kroger Co.

Se presenta la evolución de las ventas de supermercados de Kroger desde el año 2014 al 2022:

Gráfico 5: Ventas de supermercados de Kroger de 2014-2022 (en millones de US\$)



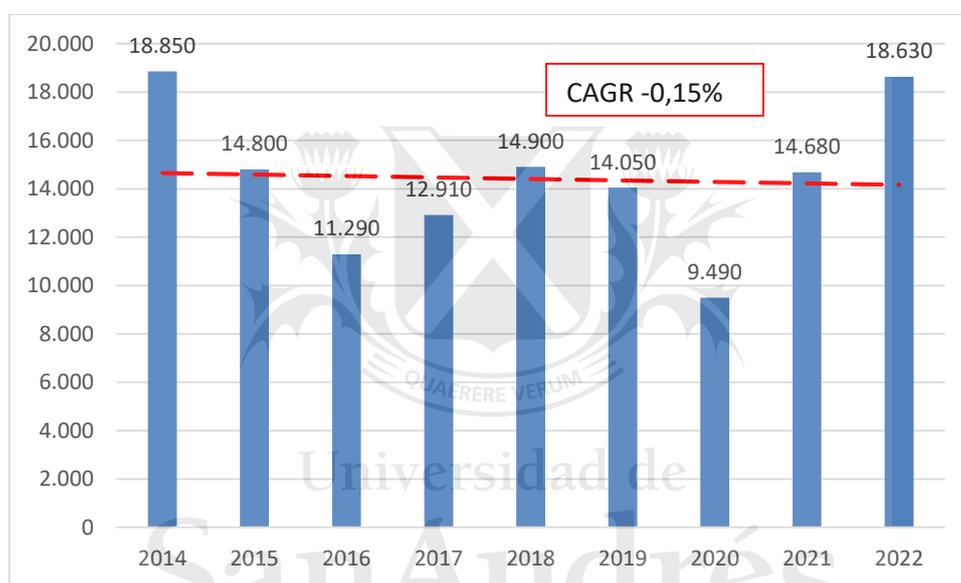
Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger Co. y Statista

En 2022, las ventas totales de supermercados de Kroger ascendieron a US\$ 128.664 millones, frente a los 122.293 millones del 2021. La tasa compuesta de crecimiento promedio anual de las ventas de supermercados del año 2014 al 2022 fue de +5,12% y de +5,18% del 2018 al 2022.

Otro de los productos que más aportan a las ventas totales de la firma es la venta de combustible, sobre todo por la capacidad de Kroger para engendrar la lealtad del cliente a través de sus centros de combustible en sus supermercados.

A continuación, se presenta la evolución de las ventas de combustible de Kroger desde el año 2014 al 2022:

Gráfico 6: Ventas de combustible de Kroger de 2014-2022 (en millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger Co. y Statista

En 2022, las ventas totales de combustible de Kroger ascendieron a US\$ 18.630 millones, frente a los US\$ 14.680 millones de 2021. La tasa compuesta de crecimiento promedio anual de las ventas de combustible del año 2014 al 2022 fue de -0,15% y de +5,74% del 2018 al 2022.

En el anterior gráfico se puede apreciar el aumento en las ventas de combustible en los supermercados en el año 2022 que representa un 26,9% más respecto al año anterior, esto fue principalmente debido a un aumento en el precio minorista promedio del combustible de 28,5%, parcialmente compensado por una disminución en los galones de combustible vendidos de 1,2%, que fue menor que la disminución promedio nacional. El aumento en el precio promedio de venta al público del combustible fue causado por un aumento en el costo del producto del combustible.

La evolución de las ventas en las mismas (SSS, Same Store Sales en inglés) demuestra una buena capacidad para crecer de manera orgánica, mostrando una tasa de crecimiento promedio del 2,37% en el periodo de 2012 a 2022, excluyendo el año 2020 debido a los resultados anómalos provocados por la pandemia.

El indicador de ventas en mismos locales (SSS) analiza la evolución de las ventas en los mismos espacios físicos y plataformas digitales de una empresa. Es una medida que refleja la productividad de los locales existentes y los canales virtuales existentes, año tras año. Este indicador nos permite comprender qué porcentaje del crecimiento de las ventas en una empresa minorista se debe a la apertura de nuevas ubicaciones, generando así nuevas fuentes de ingresos.

Tabla 1: Análisis histórico del SSS de kroger (2012-2022)

Año	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
% de SSS	4,5%	3,3%	4,2%	1,1%	0,1%	0,9%	1,8%	2,0%	14,1%	0,2%	5,6%

Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters

Se utilizó el promedio de los años 2012 al 2022, excluyendo el año 2020, para mitigar la influencia significativa de las ventas en las mismas tiendas durante el año fiscal 2020, que finalizó el 30 de enero de 2021. Durante ese período, se registró un aumento considerable debido a los efectos de la pandemia COVID-19, que generó un incremento notable en las ventas en el sector minorista de alimentos y productos básicos, en detrimento de otros sectores más discrecionales. Esta decisión busca ofrecer una perspectiva más representativa al eliminar la distorsión causada por las circunstancias extraordinarias del año 2020.

1.1 La historia de Kroger

Kroger Co. es una empresa minorista estadounidense que fue fundado por Bernard Kroger en 1883, quien invirtió US\$ 372, cifra que representaba los ahorros de su vida, para abrir una sola tienda de comestibles en 66 Pearl Street en el centro de Cincinnati, Ohio. Tenía un lema simple: "Sé particular. Nunca vendas nada que no quieras para ti".

Ilustración 2: Logo de Kroger Co.



Fuente: Kroger Co.

Durante la década de 1930, Kroger fue la primera cadena de supermercados en monitorear rutinariamente la calidad del producto y probar científicamente los alimentos.

La tecnología ha jugado un papel importante en el crecimiento de Kroger. En 1972, Kroger se convirtió en el primer minorista de comestibles en Estados Unidos en probar un escáner electrónico. Kroger ha seguido utilizando la tecnología para brindar un mejor servicio a sus clientes. Utiliza actualmente el análisis de datos para mejorar la experiencia del cliente y aumentar la eficiencia de sus operaciones.

En los últimos años, Kroger ha establecido varias asociaciones con empresas para construir grandes centros de cumplimiento y ejecutar los pedidos más pequeños eficazmente. Además, ha empujado a las marcas a vender productos en sus propiedades digitales y, por lo tanto, aumentar las ventas en el mercado.

Las fusiones y adquisiciones también han jugado un papel clave en el crecimiento de Kroger a lo largo de los años, por ejemplo, en 1983 se fusionó con Dillon Companies Inc. en la ciudad de Kansas, para convertirse en un operador de costa a costa de tiendas de conveniencia, alimentos, y farmacias.

En 1999 se produjo la mayor fusión en la historia de Kroger con Fred Meyer para crear una cadena de supermercados con la más amplia cobertura geográfica y la más amplia variedad de formatos en la industria minorista de alimentos. Esta operación también permitió a Kroger un gran avance en la economía de escala en compras, fabricación, sistemas de información y logística.

En 2014, finalizó su fusión con Harris Teeter aportando una marca excepcional y una base complementaria de tiendas en mercados de alto crecimiento. Más adelante en el mismo año, se fusionó con Vitacost.com, una de las mayores empresas de comercio electrónico puro en el mercado de nutrición y vida saludable. Esta fusión aceleró la entrada de Kroger en el espacio del comercio electrónico por varios años, brindando la capacidad de atender a los clientes a través de pedidos de envío a domicilio y expandiendo el alcance de Kroger a los 50 estados.

En 2015, Kroger finalizó una fusión con Roundy's, lo que trajo una huella ampliada y un formato de tienda innovador dentro de Wisconsin y áreas metropolitanas de Chicago bajo múltiples carteles de la familia de empresas Kroger.

En 2017, se fusionó con Murray's Cheese para brindar artículos especiales frescos y de calidad a sus clientes. Kroger ha hecho crecer significativamente la marca desde la fusión y, en la actualidad, Murray's Cheese es la plataforma de quesos número uno en sus mercados.

En 2018, se fusionó con Home Chef para redefinir la experiencia del cliente de comestibles y acelerar el crecimiento del mercado de kits de comidas.

El 13 de octubre de 2022, se celebró un acuerdo de fusión con Albertsons.

Ilustración 3: Familia de compañías de Kroger Co.



Fuente: Kroger Co.

1.2 El negocio de Kroger

Lo que ha convertido a Kroger en uno de los principales minoristas de comestibles es la forma en que vende sus productos, por lo cual es uno de los vendedores de alimentos orgánicos más grandes del país, ofrece grandes descuentos en algunos de los artículos más comprados, incluidas frutas y artículos procesados, mientras que la mayoría de los productos restantes, como las verduras precortadas, son más caras.

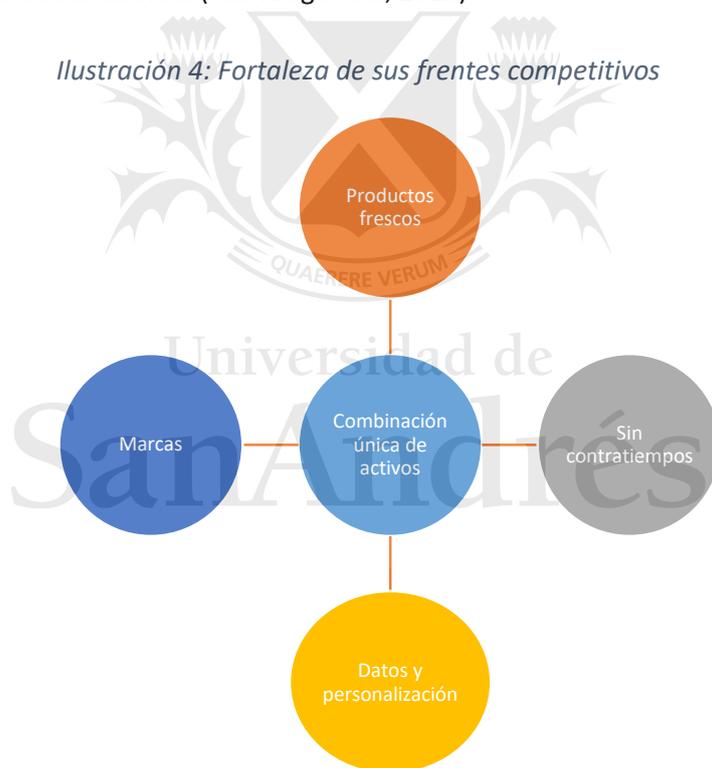
Las prácticas actuales tienen sus raíces en los primeros esfuerzos de Barney Kroger para servir a los clientes a través de la frescura de los alimentos, precios bajos e innovación, fundamentos que siguen siendo el corazón de la misión de Kroger en la actualidad.

La promesa de marca es: “Fresco para todos”, que es su negocio de todos los días. A los clientes les encanta Kroger porque tienen antojo de alimentos frescos: es el factor determinante número uno a la hora de elegir una tienda, ya que el 70 % de todos los clientes deciden dónde comprar en función de los productos frescos. Hoy, casi el 100 % de sus clientes compran productos frescos de Kroger, lo que demuestra cuán crítica es esta área del negocio para la compañía y sus clientes.

La estrategia de la compañía se centra en aumentar la lealtad de los clientes ofreciendo gran valor y conveniencia, e invirtiendo en cuatro pilares estratégicos: productos frescos; marcas propias; datos y personalización; y sin contratiempos y la combinación única de activos.

Sigue vigente la visión de Kroger de una experiencia omnicanal para brindar una experiencia perfecta que no requiera ningún compromiso por parte de sus clientes, a través de una combinación única de sus activos. (The Kroger Co., 2023)

Ilustración 4: Fortaleza de sus frentes competitivos



Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger Co.

Kroger se diferencia de sus grandes competidores o del comercio electrónico puro a través de la calidad, frescura y eficiencia. Su modelo de distribución se construyó específicamente para lograr dichos resultados. Marca una verdadera diferencia para sus compradores al lograr menos toques, excelentes controles de calidad, asociaciones, contratación interna y el uso de la ciencia y la automatización.

Como resultado de muchos años de ajustes posee una red de distribución que es un factor clave de crecimiento. En la actualidad el comercio electrónico respalda las ventas en las tiendas físicas y en líneas, es decir, para atender a sus clientes en todas las modalidades.

El ecosistema de Kroger impulsa el crecimiento de fuentes de ganancias alternativas adyacentes como: Kroger Finanzas Personales, información de datos de clientes y nuestros negocios de medios. Estos negocios comprenden una porción significativa de la cartera general de ganancias alternativas de Kroger, que dependen de un negocio central de supermercados para lograr un crecimiento y una rentabilidad sostenibles a largo plazo.

Todo el ecosistema de Kroger está respaldado por su activo principal de ciencia de datos, que incluye datos de 60 millones de hogares y 10 petabytes de datos de clientes por año, según el libro de hechos de Kroger del 2021.

Al 28 de enero de 2023, Kroger operaba locales en 35 estados y el Distrito de Columbia, ya sea directamente o a través de sus subsidiarias, 2.719 supermercados, de los cuales 2.252 tenían farmacias y 1.637 centros de combustible. Aproximadamente el 50% de los supermercados operaban en instalaciones de la Compañía, incluidos algunos edificios en terrenos arrendados. Las tiendas operan bajo una variedad de carteles que tienen fuertes lazos locales y reconocimiento de marca.

Las ventas de combustible son una parte importante de sus ingresos, ganancias netas y oferta de lealtad. Cada centro de combustible normalmente incluye de 5 a 10 islas de dispensadores de combustible y tanques de almacenamiento con capacidad para 40.000 a 50.000 galones de combustible.

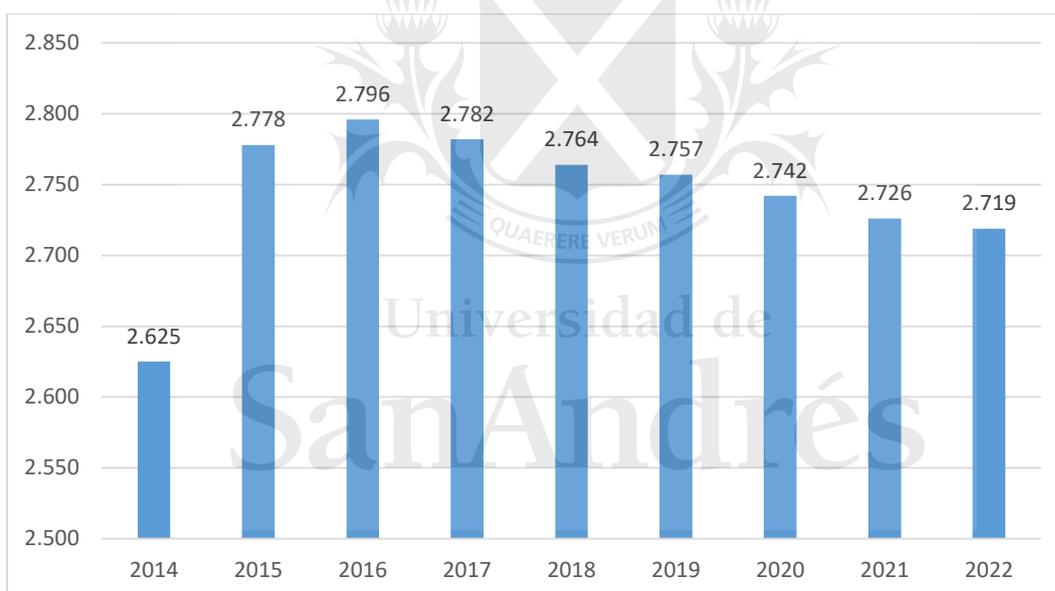
Según el libro de hechos de Kroger del 2021 los supermercados generalmente funcionan bajo uno de los siguientes formatos:

- ✓ La tienda combinada es el formato principal de tienda de alimentos. Es el formato más exitoso porque las tiendas son lo suficientemente grandes como para ofrecer los departamentos especializados que los clientes desean para comprar en un solo lugar, incluidas las secciones de alimentos naturales y orgánicos, farmacias, mercadería general, centros para mascotas y productos perecederos de alta calidad como mariscos frescos y producción orgánica.
- ✓ Las tiendas multidepartamentales son significativamente más grandes que las tiendas combinadas. Además de los departamentos que se ofrecen en una tienda combinada típica, las tiendas de varios departamentos venden una amplia selección de artículos de

mercadería general, como ropa, moda y muebles para el hogar, vida al aire libre, productos electrónicos, productos automotrices y juguetes.

- ✓ Las tiendas de mercado son más pequeñas que las tiendas multidepartamentales. Ofrecen servicio completo de comidas, bebidas y conservas, farmacia y departamentos de cuidado de la salud y belleza y un área de mercadería general que incluye ropa, artículos para el hogar y juguetes.
- ✓ Las tiendas de depósito de impacto en el precio ofrecen un formato de depósito de bajo costo y cuentan con precios bajos todos los días, además de promociones para una amplia selección de comestibles y artículos para el cuidado de la salud y la belleza. La carne, los productos lácteos, los productos horneados y los productos frescos de calidad brindan una diferenciación estratégica. El tamaño promedio de una tienda de depósito de impacto en el precio es similar al de una tienda combinada.

Gráfico 7: Número de tiendas de Kroger 2014-2022



Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger Co. y Statista

Como se puede observar en el gráfico anterior, Kroger ha tenido una tendencia de reducción de las tiendas en los últimos años. Al cierre de año fiscal 2022 operaba 2719 tiendas con una reducción de las mismas respecto al año anterior.

1.3 Fusión propuesta con Albertsons Companies, Inc.

El 13 de octubre de 2022, se celebró un acuerdo de fusión de Kroger con Albertsons Companies Inc., en adelante “Albertsons”, en virtud del cual todas las acciones en circulación de las acciones ordinarias y preferentes de Albertsons (sobre una base convertida) se convertirán automáticamente en el derecho a recibir US\$ 34,10 por acción, sujeto a ciertas reducciones. Este

precio implica un valor empresarial total de aproximadamente US\$ 24.600 millones, incluida aproximadamente US\$ 4.700 millones de la deuda neta de Albertsons, asumida por Kroger.

Albertsons es un minorista de alimentos y medicamentos líder en los Estados Unidos. Al 18 de junio de 2022, Albertsons operaba 2273 tiendas minoristas de alimentos y farmacias con 1720 farmacias, 402 centros de combustible asociados, 22 centros de distribución dedicados y 19 instalaciones de fabricación.

En relación con la obtención de la autorización reglamentaria necesaria para consumar la transacción, la Compañía y Albertsons esperan realizar ventas de tiendas. Sujeto al resultado del proceso de desinversión, Albertsons está preparada para establecer una subsidiaria de Albertsons ("SpinCo"). SpinCo se escindiría a los accionistas de Albertsons inmediatamente antes del cierre de la fusión y operaría como una empresa pública independiente.

Se espera que la transacción se cierre a principios de 2024, sujeto a la recepción de la autorización regulatoria requerida y otras condiciones de cierre habituales.

La fusión propuesta se espera que acelere la estrategia de lanzamiento al mercado de Kroger que incluye productos frescos, sus marcas propias, personalización y sin contratiempos, y continúe con su historial de inversiones en la reducción de precios, la mejora de la experiencia del cliente, el aumento de los salarios y beneficios de los asociados y fortalezca el modelo de creación de valor de Kroger para impulsar la rentabilidad y mejorar la rentabilidad de los accionistas. (Kroger, 2022)

1.4 Descripción de la acción de Kroger Co. (KR)

Las acciones de Kroger se negocian en dólares en "La bolsa de valores de Nueva York", NYSE¹ por sus siglas en inglés. El tablero de cotizaciones o el código de las acciones de Kroger es KR.

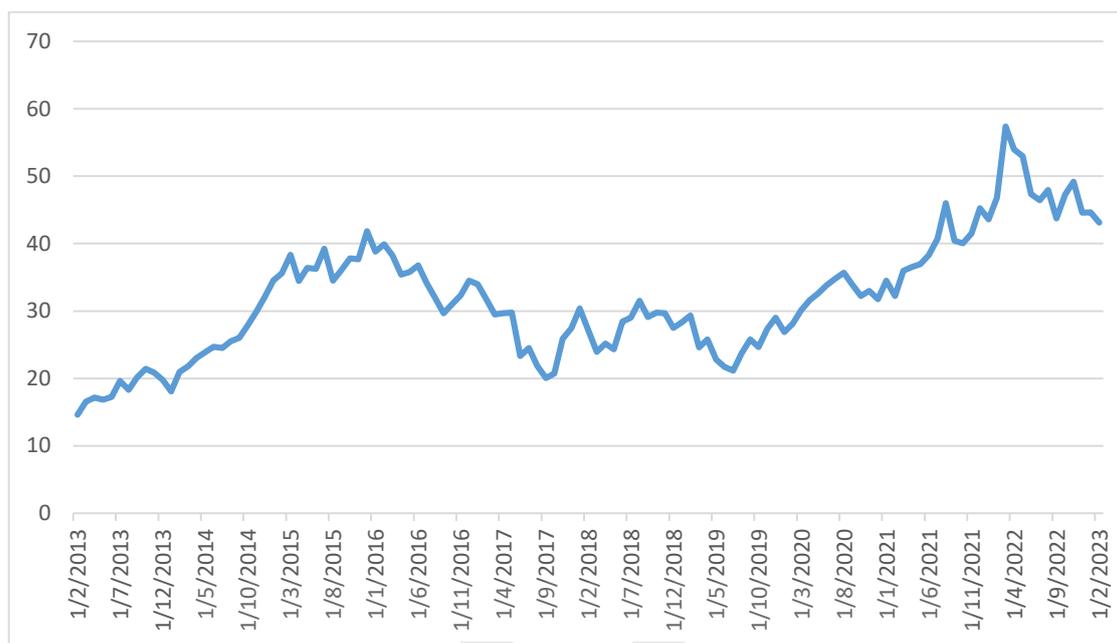
Según la clasificación de Estándar de Clasificación de la Industria Global de MSCI Inc² y Standard & Poor's³, Kroger pertenece al sector "Productos básicos de consumo" y a la industria "Venta al por menor de alimentos". En el siguiente gráfico se observa cómo evolucionó el precio de la acción los últimos 10 años:

¹ The New York Stock Exchange

² Es un proveedor líder de herramientas y servicios de soporte de decisiones críticas para la comunidad de inversión global

³ Es una agencia de calificación de riesgo, división de la empresa McGraw-Hill, dedicada a la elaboración y publicación periódica de calificación de riesgos de acciones y bonos, que fija la posición de solvencia de los mismos.

Gráfico 8: Cotización histórica Kroger Co. 2013-2023



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Investing.com

El número de acciones en circulación del capital social de la entidad registrada, a la última fecha practicable, al 22 de marzo de 2023, fue de 717.467.532 acciones ordinarias de valor nominal US\$ 1.

La capitalización del valor de mercado de Kroger, que se calcula como el número de acciones en circulación multiplicado por el precio de cotización, se estima en unos US\$ 32.321.912.317 con la cotización de US\$ 45,05 por acción del viernes 27 de enero de 2023.

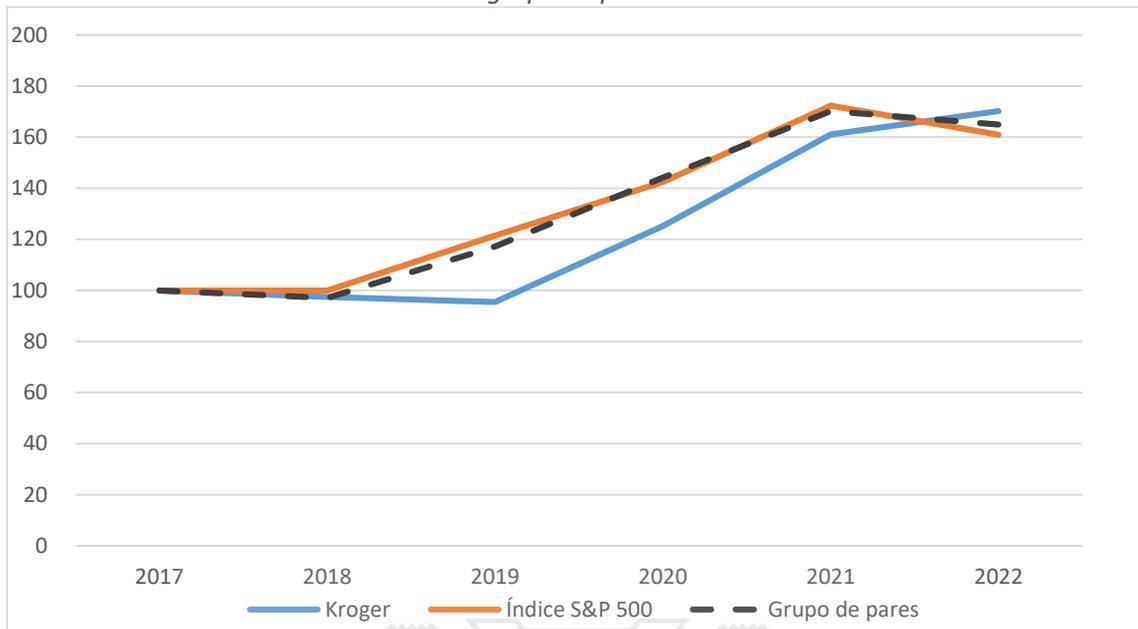
A continuación se compara el rendimiento total acumulado para los accionistas de las acciones ordinarias de Kroger con el rendimiento total del índice S&P 500 y un grupo de pares compuesto por empresas de alimentos y medicamentos para el período de cinco años fiscales, considerando el precio de mercado de las acciones ordinarias y suponiendo la reinversión de los dividendos de Kroger.

Tabla 2: Retorno total para el período 2017-2022 para la acción de Kroger, índice S&P 500 y grupo de pares

Compañía/Índice	Período base	Año				
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Kroger	100	97,48	95,47	125,25	161,03	170,17
Índice S&P 500	100	99,94	121,49	142,45	172,36	160,94
Grupo de pares	100	97,12	117,20	144,16	170,23	164,97

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger Co.

Gráfico 9: Comparación del rendimiento total acumulado de 5 años entre Kroger, S&P 500 y el grupo de pares



Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger Co.

El total asume US\$ 100 invertidos el 3 de febrero de 2018 en The Kroger Co., el índice S&P 500 y un grupo de pares, con reinversión de dividendos.

El grupo de pares está formado por Albertsons Companies, Inc. (incluido desde el 26 de junio de 2020 cuando comenzó a cotizar), Costco Wholesale Corporation, CVS Health Corporation, Koninklijke Ahold Delhaize NV, Supervalu Inc. (incluido hasta el 19 de octubre de 2018 cuando fue adquirida por United Natural Foods), Target Corp., Walgreens Boots Alliance Inc. y Walmart Inc.

2. Análisis de la industria

2.1 Industria de ventas minoristas

El negocio de Kroger se encuentra en la industria minorista de venta al por menor de alimentos y productos básicos, dentro del sector productos de primera necesidad.

La industria minorista es un sector económico que abarca a las empresas especializadas en la comercialización masiva de productos o servicios uniformes a grandes cantidades de clientes. Dichas empresas especializadas realizan sus ventas a través de una gran cantidad de locales físicos o en línea e incluyen supermercados, conveniencia, descuentos, independientes, grandes almacenes, bricolaje, eléctricos, casas de venta de artículos para el hogar, farmacias, ferreterías, tiendas de tecnología, etcétera.

Los minoristas ganan dinero comprando productos de proveedores y fabricantes, suben los precios por encima del costo, venden gran cantidad de dichos productos y servicios a consumidores finales, con ello obtienen ganancias por el volumen de venta de los productos ofrecidos y por los precios reducidos. Esta industria emplea a una gran cantidad de trabajadores en todo el mundo, es muy competitiva y de reducidos márgenes.

El comercio minorista de alimentos está cambiando junto con cambios clave en el comportamiento del consumidor. Un ejemplo de esto es el surgimiento de kits de comidas o comida en porciones, que se pueden comprar en las tiendas o suscribirse en línea para entrega a domicilio. La entrega a domicilio de comestibles también se está convirtiendo en un espacio competitivo donde los minoristas y los servicios de terceros luchan para ofrecer las tarifas más bajas y los plazos de entrega más rápidos.

La naturaleza competitiva de esta industria acelerada fue especialmente pronunciada durante los últimos años, particularmente con la creciente popularidad del comercio minorista en línea.

La Federación Nacional de Minoristas⁴(NRF por sus siglas en inglés) pronostica que las ventas minoristas en Estados Unidos durante 2023 crecerán entre un 4% y un 6% con respecto a 2022. Las ventas minoristas anuales del año pasado crecieron un 7% con respecto a 2021. Esta tasa de crecimiento está por encima del crecimiento promedio anual de las ventas minoristas previo a la pandemia del 3,6 %. Por otra parte, la NRF informó que se espera que las ventas en línea, que se incluyen en la cifra total, crezcan entre 10 % y 12 %.

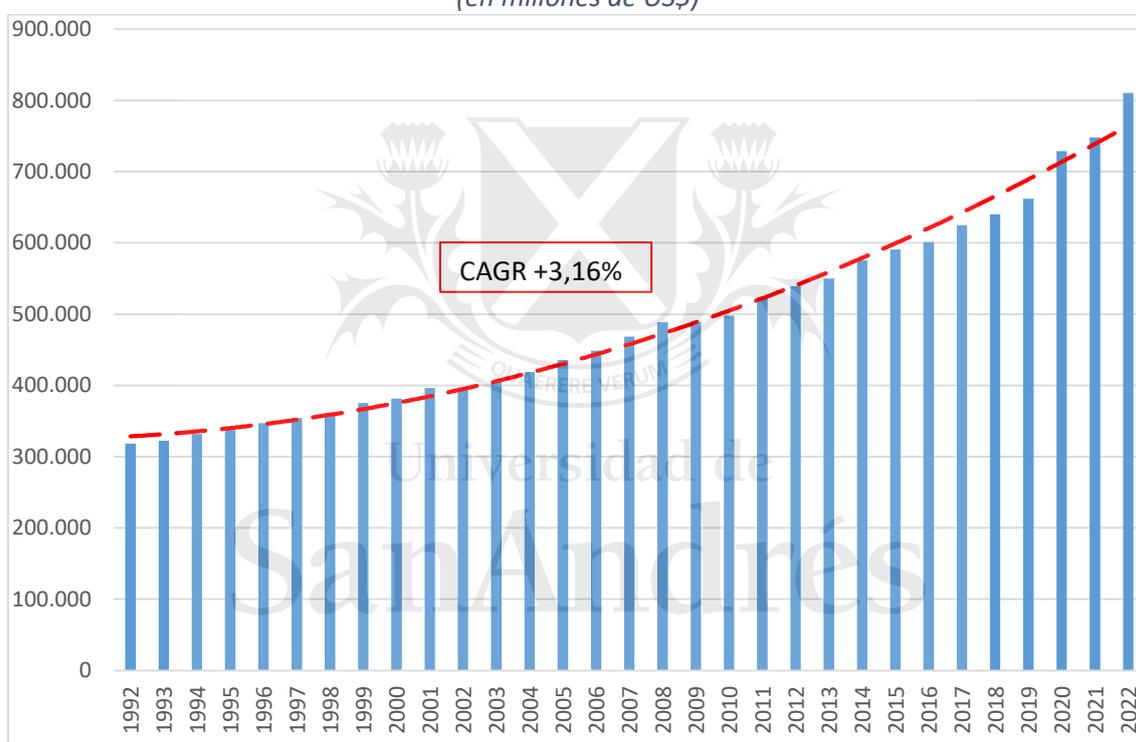
⁴ En inglés National Retail Federation, es la asociación de comercio minorista más grande del mundo . NRF representa la industria del sector privado más grande de los Estados Unidos que contiene más de 3,8 millones de establecimientos minoristas

Aunque muchos consumidores continúan utilizando las comodidades que ofrecen las compras en línea, gran parte de ese crecimiento está impulsado por las ventas omnicanal, donde la tienda física todavía juega un componente importante en el proceso de cumplimiento.

A medida que el papel de las tiendas físicas ha evolucionado en los últimos años, siguen siendo el principal punto de compra para los consumidores, representando aproximadamente el 70 % de las ventas minoristas totales. (Federación Nacional de Minoristas, 2023)

A continuación, se presenta la tasa compuesta de crecimiento promedio anual del sector supermercados en el siguiente gráfico:

Gráfico 10: Ventas de supermercados en los Estados Unidos de 1992 a 2022
(en millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista

En 2022 las ventas de supermercados y otras tiendas de comestibles de Estados Unidos ascendieron a unos US\$ 810.300 millones. Esto es más del doble de las cantidades de ventas que se generaron en 1992, teniendo una tasa compuesta de crecimiento promedio anual de dicho sector del 3,16% en los últimos 30 años y un CAGR del 6,07% en los últimos 5 años.

El CAGR hallado indica que el sector de supermercados ha experimentado un crecimiento constante y sostenido durante las últimas tres décadas. Además, que el sector ha sido atractivo para los inversores y empresarios, ya que ha generado un crecimiento constante en términos de ingresos.

2.2 Demanda de productos orgánicos

Según encuesta de Statista y la Asociación de Comercio Orgánico⁵ los alimentos orgánicos son alimentos que se fabrican utilizando estándares de agricultura orgánica. Esos estándares agrícolas están regulados por el departamento de gobierno responsable de ellos y contienen regulaciones para el cultivo de alimentos y bienestar animal. En particular, el uso de fertilizantes químicos, pesticidas sintéticos, hormonas de crecimiento y antibióticos no está permitido o solo parcialmente. Además, se permiten menos aditivos alimentarios para el procesamiento de alimentos orgánicos. En los Estados Unidos, los alimentos orgánicos están certificados por el Programa Orgánico Nacional⁶. Los productos que han cumplido con los criterios están etiquetados con el término “orgánico” en el empaque de alimentos.

Las ventas de alimentos orgánicos han experimentado un enorme crecimiento en la última década. Por esta razón, no solo los minoristas especializados venden alimentos orgánicos, sino también los supermercados tradicionales y las tiendas de descuento. En general, los alimentos orgánicos suelen ofrecerse a un nivel de precio más alto que sus contrapartes convencionales.

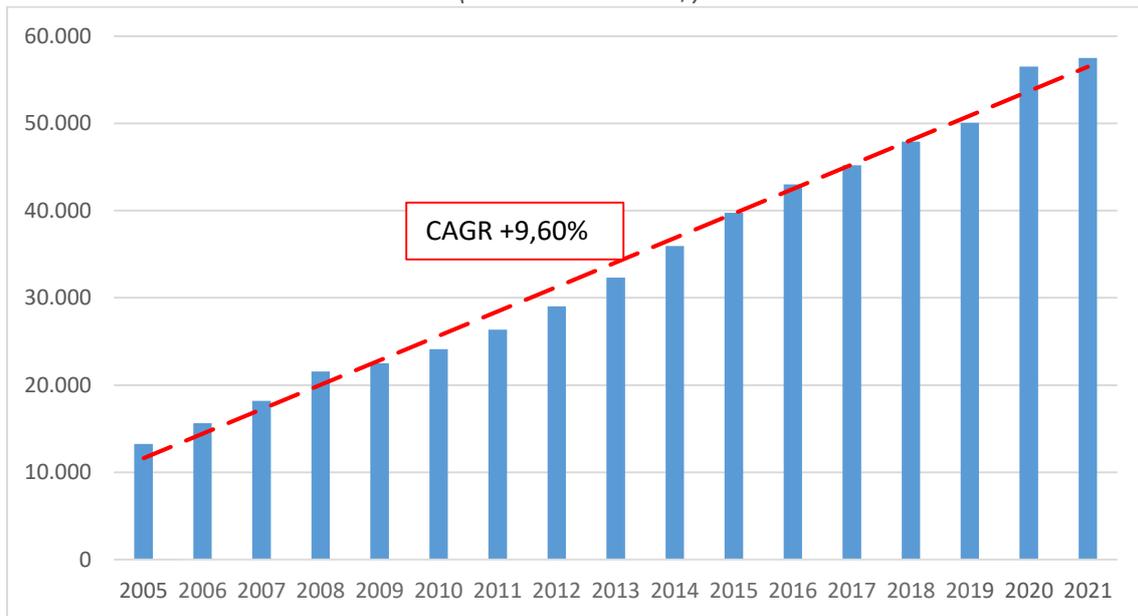
Entre los Millennials, la generación ahora más grande en los Estados Unidos, una parte considerable de casi el 40% cuenta alimentos orgánicos como una de sus principales prioridades alimentarias.

Respecto al sector de venta al por menor de alimentos y productos básicos en los últimos años existe una tendencia de aumento de la demanda de productos orgánicos en Estados Unidos. El consumo de productos orgánicos se ha vuelto popular entre los consumidores estadounidenses, quienes están optando por consumir cada vez más alimentos orgánicos debido a sus diversos beneficios para la salud. En el primer año de la pandemia las ventas de esta categoría de productos aumentaron considerablemente.

⁵ En inglés Organic Trade Association, es la asociación comercial basada en membresía para la agricultura y los productos orgánicos en América del Norte

⁶ Forma parte del Servicio de Comercialización Agrícola del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA-AMS) y es quien establece las políticas internacionales de importación y exportación de productos orgánicos, las cuales tienen como objetivo facilitar el comercio de estos productos y ampliar las oportunidades para las huertas y empresas orgánicas certificadas en todo el mundo.

Gráfico 11: Ventas de alimentos orgánicos en los Estados Unidos de 2005 a 2021
(en millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista y Asociación de Comercio Orgánico

Esta estadística muestra las ventas de alimentos orgánicos en los Estados Unidos desde 2005 hasta 2021. En 2021, las ventas de alimentos orgánicos en los Estados Unidos ascendieron a unos 57.500 millones de US\$, teniendo una tasa CAGR de +9,60% del 2005 al 2021 y un CAGR del +6,20% del 2018 al 2022.

Kroger se encuentra fuertemente posicionado como líder en alimentos frescos mediante las ventas de productos frescos que han aumentado constantemente los últimos años, lo que demuestra la capacidad para liderar con los productos más frescos y de la más alta calidad.

3. Análisis competitivo

El entorno competitivo para la industria minorista de alimentos continúa caracterizándose por la fragmentación de los minoristas locales, regionales y nacionales, incluidos los formatos minorista y digital, la consolidación del mercado, la competencia intensa y la entrada de competidores no tradicionales.

3.1 Competidores de Kroger

Los principales competidores de Kroger son: Walmart, Albertsons Companies, Inc., Amazon.com, Inc., Costco Wholesale Corporation y Target Corporation. A continuación, una breve reseña de la información de las compañías extraídas de Reuters y del 10k de cada compañía:

- Walmart Inc. es un minorista omnicanal impulsado por la tecnología, brinda la oportunidad de comprar tanto en tiendas minoristas como a través del comercio electrónico y acceder a sus otras ofertas de servicios. Ofrece una variedad de mercancías y servicios a precios bajos todos los días. Opera a través de tres segmentos: Walmart US, Walmart International y Sam's Club. Para el año fiscal finalizado el 31 de enero de 2023, generaron ingresos totales de US\$ 611.289 millones monto que incluye las ventas en Estados Unidos que totalizaron un monto de US\$ 420.550 millones. Ofrece la mayor oferta de empleo privado en el mundo, con más de 2 millones de empleados.
- Albertsons Companies, Inc. es un minorista de alimentos y medicamentos en los Estados Unidos. Dicha compañía se dedica a la operación de establecimientos minoristas de alimentos y droguerías que ofrecen productos de comidas, bebidas y conservas, mercadería general, productos para el cuidado de la salud y belleza, farmacia, combustibles y otros artículos y servicios en sus tiendas o a través de canales digitales. Para el año fiscal finalizado el 25 de febrero de 2023, generaron ingresos totales de US\$ 77.650 millones.
- Amazon.com, Inc. ofrece una amplia gama de productos y servicios a los clientes. Los productos ofrecidos a través de sus tiendas incluyen mercadería y contenido que compran para reventa y productos ofrecidos por vendedores externos. Fabrica y vende dispositivos electrónicos, incluidos Kindle, tableta Fire, Fire TV, Echo y Ring, y desarrolla y produce contenido multimedia. También ofrece servicios de suscripción como Amazon Prime, un programa de membresía. Al cierre de sus últimos balances, 31 de diciembre de 2022, generaron ingresos totales de US\$ 513.983 millones, incluidos ingresos en el

sector minorista en Estados Unidos de US\$ 213.570 millones. Emplea aproximadamente 1.541.000 empleados.

- Costco Wholesale Corporation es un minorista global con operaciones de club de almacenes de membresía en ocho países. Los almacenes de Costco están diseñados para ayudar a las pequeñas y medianas empresas a reducir los costos de compra para la reventa y para el uso comercial diario. Ofrece mercadería en varias categorías, que incluyen comidas, bebidas y conservas, electrodomésticos, suministros para automóviles, juguetes, ferretería, indumentaria, artículos deportivos, para la salud y la belleza y para el hogar y oficina. Al cierre de sus últimos balances, 27 de agosto de 2022, generaron ingresos totales de US\$ 226.954 millones, incluidos ingresos en Estados Unidos de US\$ 165.290 millones. A fines de 2022, manejó a 304.000 empleados en todo el mundo.
- Target Corporation es un minorista de mercancías generales y alimentos que vende productos a través de sus tiendas y canales digitales. Las categorías de productos de la empresa incluyen prendas de vestir y accesorios, productos básicos de belleza y para el hogar, una variedad de alimentos procesados; alimentos y bebidas, muebles y decoración para el hogar. Al cierre de sus últimos balances, 28 de enero de 2023, generaron ingresos totales de US\$ 109.120 millones en los Estados Unidos. Emplean a aproximadamente 440.000 miembros del equipo. (Thomson Reuters, 2023).

Tabla 3: Análisis de resultados recientes de las empresas competidoras

	Margen Bruto	Margen Operativo	Margen Neto	Crecimiento de Ventas	ROE	ROA
The Kroger Co.	21,43%	2,78%	1,52%	5,03%	22,41%	8,31%
Empresas Comparables						
Costco Corp.	12,15%	3,43%	2,61%	15,83%	28,31%	12,15%
Albertsons Companies	28,02%	2,97%	1,95%	-5,18%	65,30%	8,25%
Walmart	24,14%	3,28%	1,85%	6,73%	15,23%	8,39%
Amazon	43,81%	2,38%	-0,53%	9,40%	-1,86%	2,65%
Target	24,64%	3,53%	2,55%	2,94%	24,75%	7,21%
Promedio	26,55%	3,12%	1,69%	5,94%	26,35%	7,73%
Mediana	24,64%	3,28%	1,95%	6,73%	24,75%	8,25%

Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters y de Yahoo Finanzas

En la tabla anterior, se observa que el margen bruto de The Kroger Co. es del 21,43%. El promedio de las empresas comparables es del 26,55%, lo que indica un margen bruto ligeramente más alto en comparación con Kroger.

La empresa tiene un margen operativo del 2,78% sobre sus ingresos después de deducir todos los gastos operativos. El promedio de las empresas comparables es del 3,12%, lo que demuestra que las compañías comparables tienen un margen operativo ligeramente superior.

También se ve que la firma alcanza una ganancia neta del 1,52% sobre sus ingresos después de deducir todos los gastos, incluyendo impuestos e intereses. El promedio de las empresas comparables es del 1,69%, lo que sugiere que las compañías comparables tienen un margen neto ligeramente superior.

Kroger posee un crecimiento de ventas del 5,03%, lo que indica el porcentaje de aumento en los ingresos de un período a otro (del año 2021 al 2022). El promedio de las empresas comparables es del 5,94%, lo que sugiere un crecimiento de ventas ligeramente mayor en las compañías comparables.

El ROE de Kroger es del 22,41%, esto señala el rendimiento de la empresa en relación con el capital invertido por los accionistas. El promedio de las empresas comparables es del 26,35%, lo que sugiere que las compañías comparables tienen un ROE ligeramente superior. Respecto al cálculo de ROE de Albertsons se tomó el promedio de los 2 últimos años del patrimonio neto para no distorsionar el resultado, ya que cambió sustancialmente en el último periodo debido las acciones de autocartera: emisiones de acciones propias, por conversión de acciones preferentes convertibles en acciones comunes en muy diferentes montos en el año fiscal 2021 y 2022.

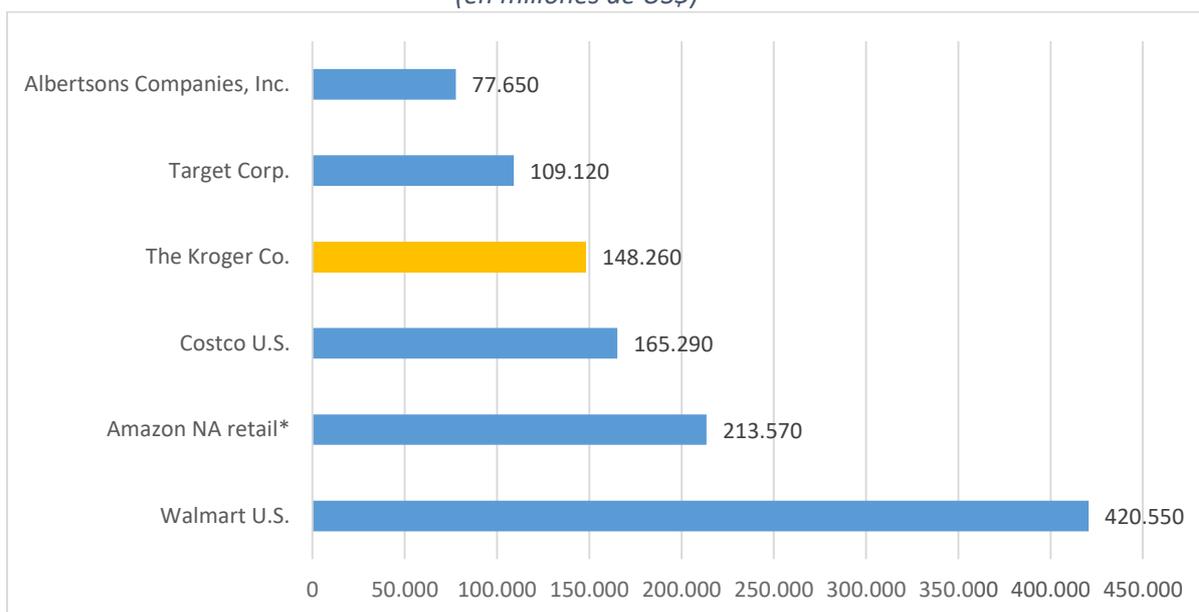
El ROA de Kroger es del 8,31%, lo que indica el rendimiento de la empresa en relación con sus activos totales. El promedio de las empresas comparables es del 7,73%, lo que revela que Kroger tiene un ROA ligeramente superior en comparación con las compañías comparables y por ende un mejor desempeño en relación a su retorno sobre los activos invertidos

En general, los datos muestran que Kroger está ligeramente por debajo del promedio de las empresas comparables en términos de margen bruto, margen operativo, margen neto, crecimiento de ventas y ROE. Sin embargo, en el indicador ROA está por arriba del promedio de las empresas comparables.

3.2 Posición competitiva de Kroger Co. en su industria

Kroger es uno de los principales estandartes de supermercados en los Estados Unidos y generó US\$ 148.258 millones por las ventas de alimentos y artículos comerciales como bebidas y conservas. A continuación, se presenta un gráfico con los montos de ventas de los principales minoristas de alimentos en los Estados Unidos en el año 2022:

Gráfico 12: Ventas de los principales minoristas de alimentos en los Estados Unidos en 2022 (en millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger Co., Walmart Inc., Albertsons Companies, Inc., Costco Wholesale Corporation y Target Corporation

Al generar ventas por valor de más de US\$ 420.000 millones en 2022, Walmart fue por mucho el minorista líder de alimentos en los Estados Unidos. El gigante minorista ganó más del doble de las cantidades generadas por Kroger, que ocupó el cuarto lugar ese año.

Aunque Walmart es un minorista gigante que recibe constantemente una respuesta abrumadora por parte de los clientes, su calidad como proveedor de productos frescos, como carne, frutas y verduras, no alcanza el nivel de excelencia que ofrece Kroger.

3.3 Análisis FODA

El análisis FODA es una herramienta de planificación estratégica, diseñada para realizar un análisis interno (Fortalezas y Debilidades) y externo (Oportunidades y Amenazas) en la empresa. (Riquelme Leiva, 2016).

A continuación, se presenta el análisis FODA de la compañía:

3.3.1 Fortalezas

Kroger posee una fuerte presencia en los Estados Unidos, esto le ayuda a incrementar sus ventas y como resultado se generan altos ingresos. Su participación de mercado es significativa, están ubicados en 35 estados y el Distrito de Columbia; La distribución geográfica y un mayor enfoque en el servicio al cliente ayudan a Kroger a mantener una ventaja competitiva frente a sus competidores más grandes como Walmart y Target.

Kroger ofrece una gama completa de productos y servicios en todos los formatos de tienda y encadena sus propias operaciones desde la fabricación de productos alimenticios hasta la distribución, venta y promoción. La empresa es especialmente reconocida por sus panaderías, productos lácteos, comestibles y más. Además, ofrece operaciones minoristas multimarca y multiformato que proporcionan una experiencia consistente y ventajas en términos de economías de escala.

Kroger también es propietario de un valioso negocio de marcas privadas que tiene una posición de liderazgo en el mercado estadounidense, superando a la competencia tanto en calidad como en innovación. Los servicios innovadores ofrecidos por Kroger, como servicios financieros, clínicas de salud en la tienda, selecciones mágicas de Disney para niños, consultores en la tienda, etc., mejoran la marca.

La capacidad de Kroger para engendrar la lealtad del cliente proviene de dos canales clave: un programa de recompensas y centros de combustible en sus supermercados.

3.3.2 Oportunidades

Kroger puede expandir sus operaciones a los 50 estados de los Estados Unidos y puede planificar aún más el traslado de sus operaciones al extranjero. Esta expansión aumentará la base de clientes de Kroger y ayudará a impulsar el negocio.

Para Kroger la tecnología puede ser una herramienta clave para mejorar la experiencia del cliente y aumentar la eficiencia operativa en la industria minorista. Kroger ha estado invirtiendo en soluciones tecnológicas para brindar un mejor servicio a sus clientes, como la plataforma de entrega inmediata, que permite a los clientes realizar pedidos en línea y recibir sus compras en menos de una hora.

La empresa tiene la posibilidad de optimizar su cadena de suministro, asociándose con sus proveedores para mejorar el proceso de distribución.

Otra excelente oportunidad es el aumento de la demanda de alimentos orgánicos, ya que existe una tendencia sostenida de clientes que eligen cocinar en casa en lugar de comer fuera, ya que presenta una manera ahorrar en las compras de los alimentos y comer más sano.

3.3.3 Debilidades

La diversidad geográfica permite que una empresa equilibre el mal desempeño de una región con otra área menos afectada. Estas operaciones limitadas actúan como una debilidad que

dificulta la capacidad de Kroger para sobrevivir a las crisis económicas en la economía estadounidense, ya que no posee sucursales fuera de dicho país.

La compañía opera 33 plantas de producción de alimentos que incluyen plantas de: lácteos, panadería, productos comestibles, bebidas, queso y carnes. Las complicadas redes de fabricación y distribución de alimentos pueden conllevar un riesgo inherente de averías logísticas, contaminación de los alimentos y mala publicidad. Los casos graves de contaminación pueden dañar permanentemente la marca de una empresa y hacer que las ganancias corporativas se vean afectadas.

La estructura de gastos operativos de Kroger es bastante alta. La empresa gastó US\$ 144.132 millones para pagar sus gastos en 2022. La cadena de supermercados emplea alrededor de 430.000 empleados. Debido a una cantidad tan alta de empleados, se gasta mucho dinero en los salarios de los empleados, lo que conduce a una reducción de las ganancias.

3.3.4 Amenazas

Posibilidad de una recesión debido a que la economía mundial sufrió un duro golpe tras la pandemia. La inflación aumentó en todo el mundo cuando la demanda comenzó a superar la oferta. El conflicto ruso-ucraniano durante este período también provocó más problemas económicos, con un golpe adicional a la inflación al terminar las actividades comerciales con esa región.

La inflación puede afectar el precio de los alimentos, los bienes y el transporte, así como para la gran cantidad de costos logísticos inherentes a la gestión de una enorme red de fabricación y distribución. Una tendencia inflacionaria significaría casi con certeza márgenes de beneficio más bajos para Kroger tanto en bienes de consumo como en alimentos, ya que los consumidores conscientes de los costos pueden cambiar sus hábitos de compra a Internet y alejarse de los alimentos gourmet de mayor margen.

Competidores tradicionales y no tradicionales que se adentran en el mercado, especialmente quienes poseen calidad de productos y tecnología para adsorber cuota de mercado a través de las ventas en línea.

Es posible que el aumento de los costos laborales y las tasas impositivas en Estados Unidos afecten el negocio de Kroger. La cadena de supermercados emplea a una gran cantidad de personas, y si los costos laborales aumentan significativamente, esto podría reducir las ganancias de la empresa. Además, si las tasas impositivas aumentan, esto también podría tener un impacto negativo en la rentabilidad de Kroger.

Ilustración 5: FODA de Kroger Co.



Fuente: Elaboración propia

Universidad de
San Andrés

4. Análisis financiero de Kroger Co

Para el análisis financiero de la empresa Kroger Co. se tomaron los últimos cinco ejercicios fiscales cerrados, comprendidos entre 2018, cerrado el 02 de febrero de 2019, y 2022, cerrado el 28 de enero del 2023.

El presente análisis permitió establecer las bases para proyectar la evolución de sus principales cuentas del estado de resultados, la situación patrimonial de la compañía, así como también indicadores de rentabilidad, de eficiencia y crediticios.

4.1 Análisis porcentual del estado de resultados

En la siguiente tabla es posible observar cada uno de los conceptos que conforman el estado de resultados de Kroger Co. como porcentaje de las ventas netas, se analizó la información de manera porcentual, de esta forma se comprende mejor la relevancia de cada cuenta en relación con las demás, no por su variación nominal, sino por su peso relativo a las demás variables.

Tabla 4: Análisis porcentual del estado de resultados periodo 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Ventas	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos de mercadería	78,05%	77,93%	76,68%	77,99%	78,57%	77,84%
Margen Bruto	21,95%	22,07%	23,32%	22,01%	21,43%	22,16%
Gastos operativos, generales y administrativos	17,06%	17,34%	18,49%	16,83%	16,09%	17,16%
Arrendamiento Operativo	0,73%	0,72%	0,66%	0,61%	0,57%	0,66%
Depreciación y amortización	2,02%	2,17%	2,07%	2,05%	2,00%	2,06%
Margen Operativo	2,15%	1,84%	2,10%	2,52%	2,78%	2,28%
Gastos por intereses	-0,51%	-0,49%	-0,41%	-0,41%	-0,36%	-0,44%
Componente de no servicio de los costos del plan de pensiones patrocinado por la empresa	-0,02%	0,00%	0,02%	-0,02%	0,03%	0,00%
Ganancia de marca a mercado en valores de Ocado	0,19%	0,13%	0,83%	-0,60%	-0,49%	0,01%
Ganancia en venta de negocios	1,46%	0,14%	0,00%	0,00%	0,00%	0,32%
Ingresos Operativos Antes de Impuestos	3,26%	1,62%	2,54%	1,49%	1,96%	2,17%
Impuesto sobre la renta (beneficio) gasto	0,74%	0,38%	0,59%	0,28%	0,44%	0,49%
Utilidades netas incluyendo participaciones minoritarias	2,53%	1,24%	1,95%	1,21%	1,52%	1,69%
Utilidad neta atribuible a participaciones minoritarias	-0,03%	-0,12%	0,00%	0,01%	0,00%	-0,03%
Resultado Neto atribuible a The Kroger Co.	2,55%	1,36%	1,95%	1,20%	1,51%	1,71%

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

Se puede observar en la tabla anterior que el margen bruto de la firma se mantuvo estable en los últimos cinco años fiscales. El costo de venta promedio fue del 77,84% de los ingresos y el margen bruto promedio fue de 22,16%.

Las tasas de margen bruto, como porcentaje de las ventas, fueron 21,43% en 2022 y 22,01% en 2021. La disminución en la tasa en 2022, en comparación con 2021, resultó principalmente de: mayores ventas de combustible, que tienen una tasa de margen bruto más baja; mayor merma y un cargo LIFO más alto, parcialmente compensado por su capacidad para administrar de manera efectiva la inflación de costos de productos a través de sólidas prácticas de abastecimiento.

Los gastos operativos, comerciales y administrativos permanecieron relativamente estables durante los últimos cinco periodos fiscales, con una leve tendencia a la baja, representando en promedio el 17,16% de las ventas.

Los gastos operativos, comerciales y administrativos, como porcentaje de las ventas, fueron 16,09 % en 2022 y 16,83 % en 2021. La disminución en 2022, en comparación con 2021 se debió principalmente al efecto del apalancamiento de ventas en combustibles y supermercados, lo que reduce la tasa de gastos generales y administrativos; menores contribuciones a los planes de pensión de múltiples empleadores, menores costos de atención médica y una mejora generalizada de las iniciativas de ahorro de costos que impulsaron la eficiencia administrativa, la productividad de las tiendas y las reducciones de costos de abastecimiento.

Los intereses de deuda representaron un porcentaje muy bajo de los ingresos en los últimos cinco periodos fiscales, de menos del 0,44% de los ingresos, y tienen una tendencia decreciente.

Los gastos por intereses en el 2022 fueron del 0,36% y en el 2021 del 0,41% de las ventas. La disminución en los gastos por intereses en 2022, en comparación con 2021, se debió principalmente a la disminución de la deuda pendiente total promedio a lo largo de 2022, en comparación con 2021, incluidas las porciones corrientes y a largo plazo de obligaciones bajo arrendamientos financieros, y mayores ingresos por intereses ganados en efectivo e inversiones temporales debido al aumento de las tasas de interés a lo largo de 2022, en comparación con 2021.

Se observa que el promedio de los resultados netos atribuible a The Kroger Co. de los últimos cinco años fiscales es del 1,71% sobre ingresos.

4.1.1 Crecimiento de los ingresos y la ganancia bruta

En la tabla siguiente se observa la evolución de los ingresos y ganancia bruta de cada año fiscal respecto al año anterior:

Tabla 5: Crecimiento de ingresos y ganancia bruta de Kroger 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos	-1,16%	0,36%	8,35%	4,07%	7,52%
Ganancia Bruta	-2,62%	0,91%	14,48%	-1,79%	4,71%

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

Se observa que las ventas totales aumentaron en 2022, en comparación con 2021, en un 7,52%, el aumento se debió principalmente a aumentos en las ventas de combustible en supermercados y ventas totales a clientes minoristas. Por ende, en el año 2022 la ganancia bruta aumentó en 4,71% respecto al año anterior.

En el año 2020 se observa un aumento del 8,35% respecto al año anterior, esto debido a las ventas récord, lo que se debió principalmente a una demanda sin precedentes debido a la pandemia de COVID-19 durante 2020. Como consecuencia de dichas ventas récord, en dicho año se aumentó la ganancia bruta en 14,48% respecto al año anterior.

Las ventas de la compañía en los últimos 5 períodos fiscales crecieron de forma acumulada un 19,14%. Mientras que la ganancia bruta creció de forma acumulada en unos 15,69%.

4.2 Análisis porcentual del estado de situación patrimonial

Se realiza el estudio de la situación patrimonial de la empresa de los últimos 5 años fiscales cerrados para entender cuáles son sus activos, pasivos, patrimonio neto, cómo se estructura su financiamiento y cómo evolucionó en los últimos años.

Cada uno de los conceptos se presentan como porcentaje del total del activo, y del total del pasivo y patrimonio neto, de esta forma se comprende mejor la relevancia de cada cuenta a través de su peso relativo con las demás variables.

4.2.1 Análisis del activo

A continuación, se observa el análisis porcentual del activo de los años fiscales 2018 al 2022 y el promedio de cada cuenta:

Tabla 6: Análisis porcentual del activo 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
ACTIVOS						
Activos Corrientes						
Efectivo y equivalentes	1,13%	0,88%	3,47%	3,71%	2,05%	2,25%
Depósitos en tránsito	3,10%	2,61%	2,25%	2,20%	2,27%	2,49%
Cuentas por cobrar	4,17%	3,77%	3,66%	3,72%	4,50%	3,96%
Inventario	17,96%	15,65%	14,51%	13,82%	15,23%	15,44%
Activos mantenidos para la venta	0,44%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,09%
Otros activos corrientes	1,55%	1,15%	1,80%	1,34%	1,48%	1,47%
Total Activos Corrientes	28,34%	24,06%	25,69%	24,80%	25,53%	25,69%
Activos No Corrientes						
Propiedad y Equipos						
Propiedad y Equipos	115,07%	101,31%	94,58%	101,63%	107,55%	104,03%
Depreciación Acumulada	-58,32%	-52,98%	-48,57%	-53,17%	-57,72%	-54,15%
Propiedad y Equipos Neto	56,76%	48,33%	46,00%	48,46%	49,83%	49,88%
Activos en arrendamiento operativo	0,00%	15,06%	13,97%	13,64%	13,43%	11,22%
Intangibles, neto	3,30%	2,36%	2,05%	1,92%	1,81%	2,29%
Llave de negocio	8,10%	6,80%	6,32%	6,27%	5,88%	6,67%
Otros activos	3,50%	3,40%	5,97%	4,91%	3,53%	4,26%
Total Activos No Corrientes	71,66%	75,94%	74,31%	75,20%	74,47%	74,31%
TOTAL ACTIVOS	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

En el año 2022, el efectivo y equivalentes representó el 2,05% del activo de la compañía y muestra una tendencia positiva y luego estable en el periodo analizado. Los depósitos en tránsito representan 2,27% y las cuentas por cobrar el 4,50% del activo de la compañía, estos se mantuvieron constantes en el período bajo análisis.

La firma cuenta con muy bajos niveles de caja, ya que distribuye todos los trimestres dividendos a sus accionistas. Durante el 2022, se pagó dos dividendos trimestrales en efectivo de US\$ 0,21 por acción y dos dividendos trimestrales en efectivo de US\$ 0,26 por acción, totalizando US\$ 682 millones y también utiliza la caja de la compañía en actividades de inversión.

La cuenta inventario en el año 2022 tuvo un 15,23% sobre el activo y se mantiene relativamente estable en los últimos 5 años de operación. Es esencial para las empresas minoristas mantener un nivel de inventario adecuado, ya que tener un exceso de inventario puede resultar en pérdidas debido a productos vencidos y costos adicionales de capital inmovilizado. Sin embargo,

mantener bajos niveles de inventario puede causar escasez de productos en las tiendas, lo que puede tener un impacto negativo en la percepción del valor de la marca.

El activo más importante con el que cuenta la compañía son sus propiedades y equipos neto, que representaron el 49,83% del activo en el 2022. Al 28 de enero de 2023, Kroger operaba 2.719 supermercados, ya sea directamente o a través de sus subsidiarias. Aproximadamente el 50% de los supermercados operaban en instalaciones propiedad de la Compañía, incluidos algunos edificios propiedad de la Compañía en terrenos arrendados. Tener una proporción moderada de locales propios implica una inversión relativamente menor en propiedades inmovilizadas, pudiendo redirigir dicha inversión a generar ganancias alternativas.

Los activos de arrendamiento operativo representan el derecho a utilizar un activo subyacente, es decir son alquileres de largo plazo. La cuenta activos en arrendamiento operativo se incrementó del 0% en 2018 al 13,43% del activo de la compañía en el 2022 y muestra una tendencia constante en el periodo analizado, esto se debe a que la compañía optó por abrir una mayor cantidad de nuevos locales en terrenos alquilados en este último período.

4.2.2 Análisis del pasivo y patrimonio neto

A continuación, se observa el análisis porcentual del pasivo y patrimonio neto de los años fiscales del 2018 al 2022 y el promedio de cada cuenta:

Universidad de
San Andrés

Tabla 7: Análisis porcentual del pasivo y patrimonio neto 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
PASIVOS						
Pasivos Corrientes						
Porción corriente de la deuda a largo plazo	8,28%	4,34%	1,87%	1,13%	2,64%	3,65%
Porción corriente de pasivos por arrendamiento operativo	0,00%	1,32%	1,37%	1,32%	1,33%	1,07%
Cuentas comerciales por pagar	15,90%	14,03%	13,73%	14,50%	14,35%	14,50%
Sueldos y salarios acumulados	3,22%	2,58%	2,90%	3,54%	3,52%	3,15%
Pasivos mantenidos para la venta	0,13%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%
Otros pasivos corrientes	9,92%	9,20%	11,71%	12,76%	12,90%	11,30%
Total Pasivos Corrientes	37,45%	31,47%	31,58%	33,25%	34,74%	33,70%
Pasivos No Corrientes						
Deuda a largo plazo	31,67%	26,76%	25,69%	26,10%	24,32%	26,91%
Pasivos por arrendamiento operativo	0,00%	14,37%	13,37%	13,09%	12,84%	10,74%
Impuestos sobre la renta diferido	4,10%	3,24%	3,17%	3,18%	3,37%	3,41%
Obligaciones por pensiones y beneficios posteriores al retiro	1,30%	1,34%	1,10%	0,97%	0,88%	1,12%
Otros pasivos a largo plazo	4,93%	3,87%	5,47%	4,19%	3,67%	4,43%
Total Pasivos No Corrientes	42,00%	49,58%	48,80%	47,54%	45,08%	46,60%
TOTAL PASIVOS	79,45%	81,06%	80,37%	80,79%	79,82%	80,30%
PATRIMONIO NETO						
Acciones ordinarias	5,03%	4,24%	3,94%	3,91%	3,87%	4,20%
Pago adicional en capital	8,51%	7,37%	7,11%	7,45%	7,67%	7,62%
Otra pérdida integral acumulada	-0,91%	-1,41%	-1,29%	-0,95%	-1,27%	-1,17%
Ganancias acumuladas	51,63%	46,35%	47,30%	49,03%	51,59%	49,18%
Acciones ordinarias en tesorería	-43,58%	-37,54%	-37,38%	-40,18%	-41,61%	-40,06%
Patrimonio total de los accionistas - The Kroger Co.	20,69%	19,01%	19,68%	19,26%	20,24%	19,77%
Participaciones minoritarias	-0,13%	-0,06%	-0,05%	-0,05%	-0,06%	-0,07%
TOTAL PATRIMONIO NETO	20,55%	18,94%	19,63%	19,21%	20,18%	19,70%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

En cuanto a los pasivos de la compañía, se observa que en el año 2022 las cuentas comerciales por pagar representaron un 14,35 % del total de pasivos y patrimonio neto y que se mantienen estables en los últimos 5 años fiscales de operación. Este financiamiento es sin costo, se trata del valor en libros a la fecha del balance general de las obligaciones incurridas (y por las que

normalmente se han recibido facturas) y pagaderas a los proveedores por los bienes y servicios recibidos que se utilizan en el negocio.

Se observa que el peso de las cuentas comerciales por pagar es más alto que el de las cuentas por cobrar, lo que significa que la compañía cobra a un plazo más corto a sus clientes que lo que tarda en pagarle a los proveedores. Esto es muy común en las empresas de retail, y es un punto a favor de la rentabilidad de la compañía, porque la compañía consigue pagar a plazo, en definitiva, financiarse de forma gratuita.

Por otro lado, la compañía se financia también con deuda de largo plazo, que representó en promedio en los últimos cinco años el 26,91% del total de pasivo y patrimonio neto, aunque este porcentaje tendió a disminuir en los últimos años, pasando de 31,67% en 2018 a 24,32% en 2022.

La cuenta pasivos por arrendamiento operativo pasó de 0% en el 2018 al 12,84% en el año 2022, representan el valor presente de la obligación descontada del arrendatario por pagos de arrendamiento operativo.

En cuanto al patrimonio neto de la compañía, en el año 2022 las acciones ordinarias representan un 3,87% del total de pasivo y patrimonio neto, el capital adicional representa un 7,67% y las ganancias acumuladas por la empresa un 51,59%, las mismas muestran una tendencia estable en los últimos 5 años fiscales de operación.

4.3 Estructura de capital

La estructura de capital se refiere a la forma en que una empresa financia sus operaciones y actividades utilizando diferentes tipos de fuentes de financiamiento, como deuda y capital. En otras palabras, es la combinación de deuda y capital que una empresa utiliza para financiar sus operaciones y proyectos.

La estructura de capital puede tener un impacto significativo en la rentabilidad y el riesgo de la empresa, así como en su capacidad para obtener financiamiento en el futuro. Por lo tanto, es importante que una empresa tenga una estructura de capital adecuada que le permita alcanzar sus objetivos financieros a largo plazo.

Para determinar el peso de la deuda, se analizaron los estados financieros más recientes de la empresa y se consideró el valor contable más actualizado de la deuda. Según el balance publicado por la compañía con fecha de cierre del 28/01/2023, el monto de la deuda ascendía a US\$ 20.412 millones, con la siguiente composición:

Tabla 8: Composición de la deuda financiera de Kroger al 28/01/2023

Composición de la Deuda	Monto (Millones de US\$)
Porción corriente de la deuda a largo plazo	1.310
Porción corriente de pasivos por arrendamiento operativo	662
Deuda a largo plazo	12.068
Pasivos por arrendamiento operativo	6.372
Total Deuda	20.412

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger Co.

Para determinar el peso del capital accionario, se calculó la capitalización de mercado. El número de acciones en circulación de las acciones ordinarias de la compañía era de 717.467.532 a la fecha de la valuación, y el precio por acción del viernes 27 de enero de 2023, fecha más cercana a la fecha de valuación, era de US\$ 45,05, de manera tal que la capitalización de mercado se estima en unos US\$ 32.321.912.317.

A continuación se presenta la proporción de deuda y capital accionario utilizados para financiar la compañía:

Tabla 9: Proporción deuda y capital accionario

Deuda Financiera al 28/01/2023	US\$ Millones	20.412	38,71%
Número de Acciones en circulación	Millones	717,47	
Valor Mercado Acción Kroger el 27/01/2023	US\$	45,05	
Capitalización de Mercado	US\$ Millones	32.322	61,29%

Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger Co.

Con esta información se pueden calcular los ponderadores correspondientes, que son de 38,71% para la deuda y de 61,29% para el capital propio.

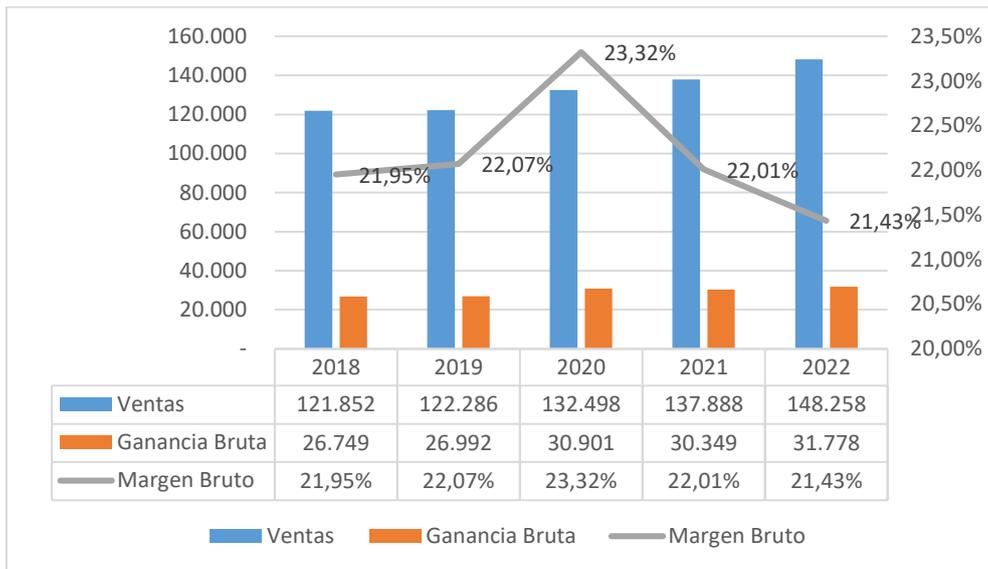
4.4 Ratios de rentabilidad

4.4.1 Margen Bruto

Para iniciar el análisis financiero de la empresa se examinó el margen bruto. Este indicador se calcula restando los costos de los bienes vendidos de los ingresos por ventas, y luego dividimos este resultado entre las ventas totales para determinar el margen bruto.

A continuación, se presenta el gráfico de la evolución del margen bruto de Kroger del año fiscal 2018 al 2022:

Gráfico 13: Evolución Margen Bruto de Kroger de los años 2018-2022 (en millones de US\$ y %)



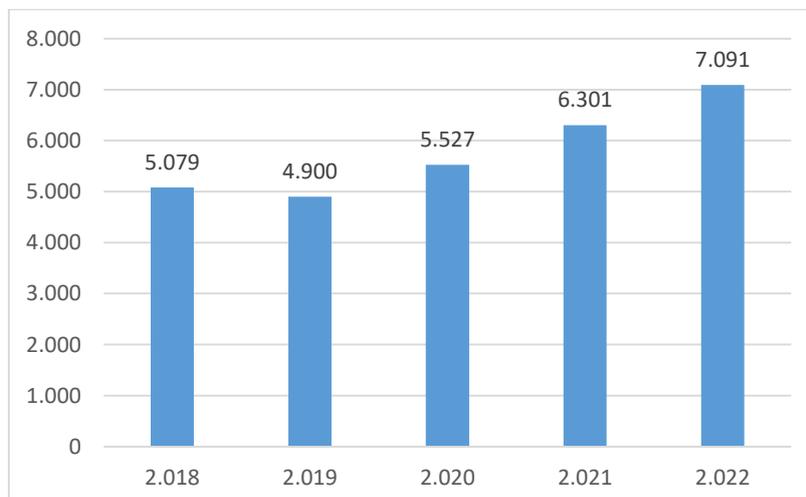
Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger Co.

Como se puede observar desde 2018 hasta 2022 los márgenes brutos se mantuvieron casi constantes alrededor del 22%. En el 2020 el margen bruto aumentó a los niveles del 23,32%, un gran resultado para la empresa producto del impacto de la pandemia, para los siguientes años se obtuvo un margen menor; del 22,01% para el año 2021 y del 21,43% para el año 2022.

4.4.2 EBITDA

Con el objetivo de continuar evaluando la rentabilidad del negocio, procederemos a analizar el EBITDA. Para calcular este indicador, debemos deducir de los ingresos por ventas, los costos de las mercaderías vendidas y los gastos operativos. Es el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. A continuación, se presenta el gráfico de la evolución en millones de US\$ del EBITDA de Kroger del año fiscal 2018 al 2022:

Gráfico 14: EBITDA de Kroger para el período 2018-2022 (en millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

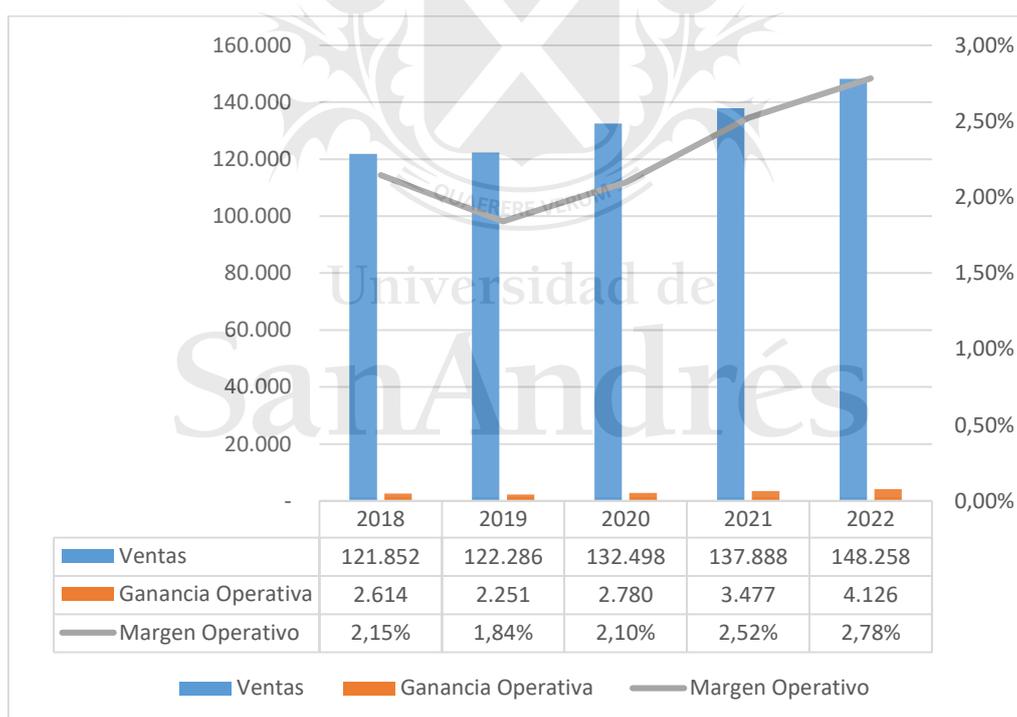
El aumento en el EBITDA a lo largo de estos años indica un crecimiento en la rentabilidad operativa de la empresa. Además, podemos percibir su estrecha relación con las ventas netas a lo largo de los años.

4.4.3 Margen Operativo

El margen operativo permite calcular el peso que tiene el beneficio antes de impuestos e intereses (EBIT) sobre los ingresos totales por ventas. Este indicador mide la rentabilidad de la empresa en función de las ganancias generadas antes de deducir los impuestos y los intereses. Se calcula dividiendo el EBIT entre las ventas totales de la compañía y resulta especialmente útil para comparar el desempeño financiero de empresas que operan en el mismo sector o industria.

A continuación, se presenta el gráfico de la evolución en millones de US\$ del Margen Operativo de Kroger del año fiscal 2018 al 2022:

Gráfico 15: Evolución Margen Operativo de Kroger para el período 2018-2022 (en millones de US\$ y %)



Fuente: Elaboración propia con datos de Kroger Co.

El margen operativo muestra la eficiencia con la que Kroger está generando ganancias a partir de sus principales operaciones en comparación con sus ingresos totales. A lo largo de estos años, se puede observar una tendencia al aumento del margen operativo, lo que sugiere que Kroger ha estado mejorando su eficiencia en la generación de ganancias en relación con sus

ventas. Esto es el resultado de una gestión más eficaz de costos operativos y de un aumento en la rentabilidad.

4.4.4 ROE, ROA y EBITDA sobre Activos

Para continuar con la evaluación de la rentabilidad de la empresa, se han considerado tres indicadores claves: el ROE (retorno sobre el patrimonio neto, en inglés return over equity), que se calcula dividiendo la ganancia neta de la empresa entre el patrimonio neto; el ROA (retorno sobre los activos, en inglés return over assets), que se calcula dividiendo el resultado operativo entre los activos; y el ratio EBITDA (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, en inglés earnings before interest taxes depreciation and amortization) sobre el activo. Estos indicadores permiten analizar los resultados obtenidos por la empresa tanto en relación a su activo como a su patrimonio neto, lo que proporciona una imagen más completa de la rentabilidad de la empresa. A continuación se presenta la tabla de ratios de rentabilidad del año fiscal 2018 al 2022:

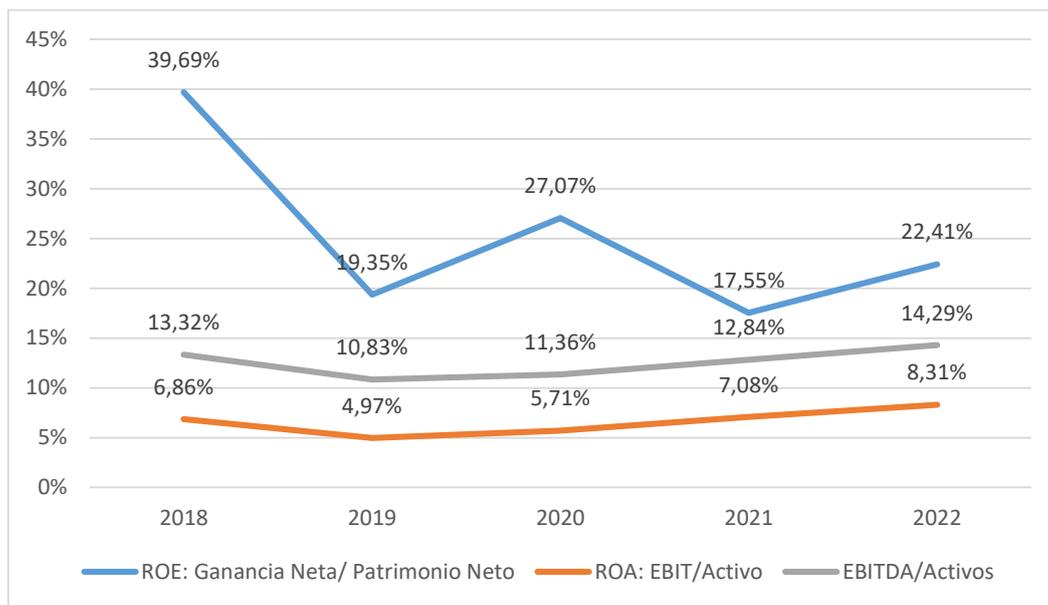
Tabla 10: Ratios de rentabilidad 2018-2022

Ratio	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
ROE: Ganancia Neta/ Patrimonio Neto	39,69%	19,35%	27,07%	17,55%	22,41%	25,21%
ROA: EBIT/Activo	6,86%	4,97%	5,71%	7,08%	8,31%	6,59%
EBITDA/Activos	13,32%	10,83%	11,36%	12,84%	14,29%	12,53%

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

En el año 2018, Kroger registró un aumento significativo en sus ingresos y beneficios debido a varias iniciativas estratégicas, como la expansión de su negocio de comidas preparadas, la adopción de tecnologías avanzadas en sus tiendas y la implementación de programas de fidelización de clientes. Estas medidas permitieron que la compañía aumentara sus ventas y redujera sus costos, lo que se reflejó en sus ratios de rentabilidad más altos en ese año.

Gráfico 16: Ratios de Rentabilidad de Kroger 2018-2022



Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

El ROE de la empresa muestra que su rentabilidad ha sido variable a lo largo del período considerado. Sin embargo, la tendencia general muestra que la empresa ha sido rentable en los años analizados, con un valor promedio de 25,21% para los últimos 5 años de operación de la compañía, alcanzando un valor récord en el 2018 (39,69%).

El retorno sobre los activos muestra una tendencia al alza desde el 2019, este incremento en el ROA podría indicar que la empresa está utilizando sus activos de manera más eficiente para generar beneficios, lo que podría ser un buen indicador para los inversores interesados en la rentabilidad de la empresa. El promedio del ROA de los últimos 5 años fue de 6,59%.

Al analizar el ratio de rentabilidad de EBITDA/Activos se observa un aumento de rentabilidad desde el año 2019. La rentabilidad de los activos fue de 10,83% en 2019, y subió a 14,29% en el 2022, siendo el promedio para los últimos cinco años de operación de la compañía 12,53%. Esto indica que los activos de la compañía generan buena rentabilidad antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

4.4.5 Análisis de la fórmula DuPont

El análisis de Dupont tiene como finalidad descubrir cómo se están generando las ganancias o pérdidas de la empresa. De esta manera, es posible identificar las variables que están influyendo en el desempeño de la compañía. Para ello, se utilizan ratios para analizar la rentabilidad del capital.

En este tipo de análisis, se estudian de forma individual y se desglosan los factores que componen el ROE:

- Rentabilidad: Resultado Neto/Ventas
- Rotación de Activos: Ventas/Activos Totales
- Apalancamiento: Activos Totales/Recursos propios

Esto permite entender mejor qué aspectos están contribuyendo de manera positiva o negativa en la rentabilidad de la empresa.

Ilustración 6: Análisis Dupont

$$ROE = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo}} \times \frac{\text{Activos}}{\text{Recursos Propios}}$$

A continuación se presenta el cálculo del ROE a través del análisis Dupont para los últimos 5 años fiscales cerrados de la compañía:

Tabla 11: Análisis de la fórmula DuPont

Análisis Dupont	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Ventas (millones US\$)	121.852	122.286	132.498	137.888	148.258	132.556
Resultado neto (millones US\$)	3.110	1.659	2.585	1.655	2.244	2.251
Activos totales (millones US\$)	38.118	45.256	48.662	49.086	49.623	46.149
Recursos propios (millones US\$)	7.835	8.573	9.550	9.429	10.014	9.080
Margen Neto (Resultado Neto/Ventas)	2,55%	1,36%	1,95%	1,20%	1,51%	1,71%
Rotación de Activos (Ventas/Activos)	3,20	2,70	2,72	2,81	2,99	2,88
Multiplicador de Capital (Activos/Recursos propios)	4,87	5,28	5,10	5,21	4,96	5,08
ROE	39,69%	19,35%	27,07%	17,55%	22,41%	25,21%

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

Entonces, la rentabilidad neta sobre ventas de la compañía en el año 2022 fue del 1,51%, los activos rotaron 2,99 veces ese año, y el apalancamiento del patrimonio neto superó las 4,96 veces. Al multiplicar estos tres valores (rentabilidad x rotación de activos x apalancamiento), obtenemos el retorno sobre patrimonio neto de la empresa.

Este análisis demuestra la gran relevancia que tiene para una empresa el adecuado apalancamiento y gestión de sus activos, ya que estos son determinantes para que, incluso con una baja rentabilidad neta sobre ventas (1,51%), se puedan obtener altos retornos sobre patrimonio neto, superiores al 22,41%.

4.5 Ratios operativos

4.5.1 Ratios de eficiencia operativa

Los ratios de eficiencia operativa son herramientas de análisis financiero que se utilizan para evaluar la capacidad de una empresa para utilizar sus recursos de manera efectiva. Estos ratios miden la eficiencia de la empresa en la gestión de sus activos e inventarios con relación a las ventas y al costo de la mercadería vendida. A continuación se expone la tabla de ratios de eficiencia operativa del año fiscal 2018 al 2022:

Tabla 12: Ratios de eficiencia 2018-2022

Ratio	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Ventas/Activos	3,20	2,70	2,72	2,81	2,99	2,88
Costo bienes vendidos/Inventarios	13,89	13,45	14,38	15,85	15,41	14,60

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

La rotación de activos, es una medida de eficiencia que relaciona la cantidad de ventas generadas por una empresa con los activos utilizados para generar esas ventas. El ratio ventas/activo de Kroger para los últimos 5 años fiscales fue de 2,88 veces en promedio, con una tendencia al alza desde el año 2019. Esto significa que durante el período analizado la empresa ha generado en promedio US\$ 2,88 de ingresos por cada dólar de activos que posee, lo que significa que la compañía es eficiente en el manejo de sus activos.

En cuanto al ratio de rotación de inventario (el costo de la mercadería vendida dividido inventarios) en promedio se ubicó en torno a las 14,60 veces en los últimos 5 años. El aumento sucesivo de este ratio sugiere que el inventario se está vendiendo más rápido en comparación con los años anteriores. Esto es positivo, ya que indica una mayor eficiencia en la gestión del inventario.

4.5.2 Capital de trabajo

El capital de trabajo se refiere al monto de recursos financieros que una empresa necesita para financiar sus operaciones diarias y mantener su ciclo de producción y ventas. Este monto incluye los activos circulantes que son necesarios para la operación, tales como las cuentas por cobrar (el dinero que la empresa espera recibir de sus clientes a cambio de bienes o servicios vendidos a crédito), los inventarios (los bienes que la empresa tiene en stock para su venta o uso en la producción) y los proveedores.

El capital de trabajo es importante para la salud financiera de una empresa a corto plazo y su capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras. A continuación, el análisis del capital de trabajo de los años 2018 al 2022:

Tabla 13: Análisis del capital de trabajo 2018-2022(en millones de US\$)

	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Créditos por ventas	1.589	1.706	1.781	1.828	2.234	1.828
Inventarios	6.846	7.084	7.063	6.783	7.560	7.067
Total	8.435	8.790	8.844	8.611	9.794	8.895
Proveedores	6.059	6.349	6.679	7.117	7.119	6.665
Total	6.059	6.349	6.679	7.117	7.119	6.665
Capital de Trabajo	2.376	2.441	2.165	1.494	2.675	2.230
Variación del Capital del Trabajo	-	65	-276	-671	1.181	75
Capital de Trabajo como % de Ventas	1,95%	2,00%	1,63%	1,08%	1,80%	1,69%

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

Se utilizó la evolución histórica de las cuentas por cobrar, inventarios y proveedores para calcular la variación del capital de trabajo. La variación se determinó como un porcentaje de las ventas y se encontró que el promedio de los últimos 5 años fue del 1,69%. Este promedio se utilizó para proyectar el capital de trabajo de la empresa para los próximos 5 períodos.

4.6 Ratios crediticios

Los ratios crediticios de una empresa son utilizados para evaluar si los ingresos generados por la compañía son suficientes para cubrir el pago de los compromisos financieros adquiridos y si hay un excedente de efectivo para financiar la expansión o para pagar dividendos a los accionistas. También proporcionan información sobre la estructura de capital y el riesgo financiero al que está expuesta la empresa. Estos ratios revelan la salud financiera de la firma y si se necesitará reestructurar la deuda o inyectar capital adicional para continuar operando. Además son de especial interés para evaluar el riesgo crediticio de la firma para los prestamistas e inversores.

A continuación se presenta la tabla de ratios crediticios del año 2018 al 2022:

Tabla 14: Ratios crediticios 2018-2022

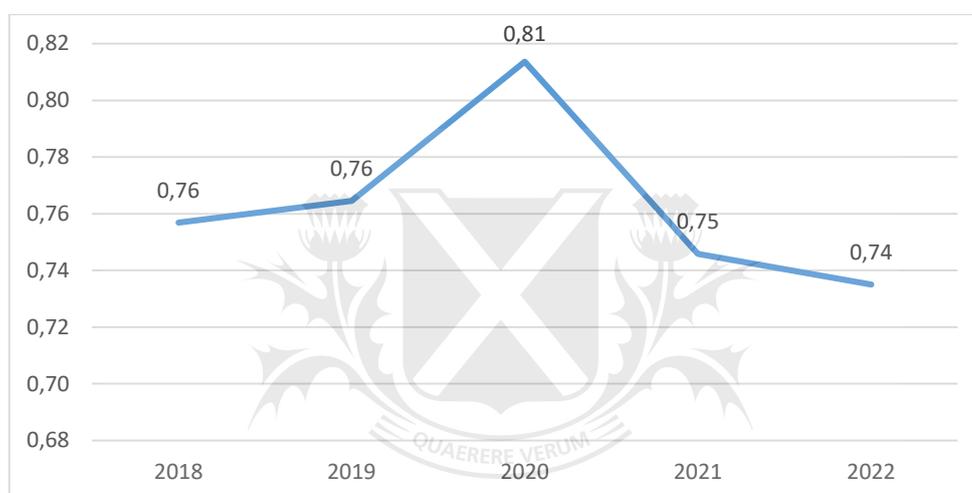
Ratio	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Liquidez	0,76	0,76	0,81	0,75	0,74	0,76
Endeudamiento	3,87	4,28	4,10	4,21	3,96	4,08
Índice de cobertura de intereses	4,22	3,73	5,11	6,09	7,71	5,37

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

4.6.1 Ratio de liquidez

El ratio de liquidez, también conocido como activo corriente/pasivo corriente, es un indicador clave que se utiliza para evaluar la capacidad de una empresa para cumplir con sus obligaciones financieras a corto plazo. Si el activo corriente es igual o superior al pasivo corriente, esto indica que la empresa tiene suficientes activos de corto plazo para pagar sus deudas y otros pasivos a corto plazo. En términos generales, se considera que un activo o un pasivo son corrientes si tienen una fecha de pago o vencimiento dentro de un período de un año. A continuación se presenta el gráfico de evolución del ratio de liquidez de Kroger para el periodo 2018 al 2022:

Gráfico 17: Evolución del ratio de liquidez de Kroger para el periodo 2018-2022



Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

En el caso de Kroger, el ratio de liquidez se ha mantenido alrededor de 0,76 en promedio durante el período analizado. Sin embargo, se observa una disminución en este ratio a partir del año 2020, llegando en 2022 a un valor de 0,74. Esta situación es común en la industria minorista, ya que los pasivos de corto plazo a menudo superan a los activos de corto plazo, debido a que parte de la rentabilidad de la empresa se basa en un apalancamiento sobre los proveedores a los que se les paga a plazo.

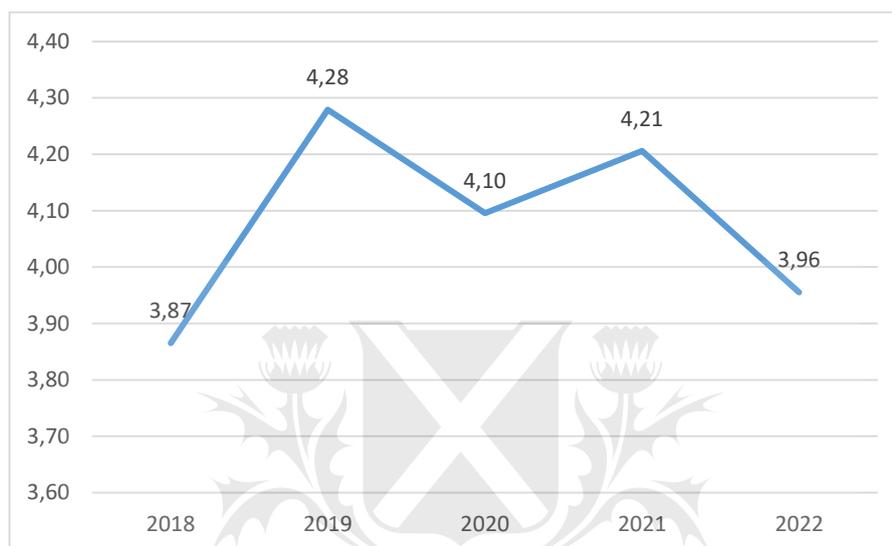
4.6.2 Ratio de endeudamiento

Otro ratio crediticio es el ratio de endeudamiento que se utiliza para medir el grado de apalancamiento financiero de la empresa. Se calcula dividiendo el pasivo total entre el patrimonio neto. Cuanto mayor sea el valor del ratio, mayor será el nivel de deuda en relación al patrimonio neto, lo que significa que la empresa depende en gran medida de la financiación ajena para operar. Esto aumenta el riesgo de la empresa y puede limitar su capacidad para obtener financiación en el futuro.

Un nivel alto de endeudamiento también significa que una empresa puede tener dificultades para cumplir con sus obligaciones de pago de intereses y capital en caso de que se produzca una disminución en sus ingresos.

A continuación se presenta el gráfico de evolución del ratio de endeudamiento de Kroger para el periodo 2018 al 2022:

Gráfico 18: Evolución del ratio de endeudamiento de Kroger para el período 2018-2022



Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

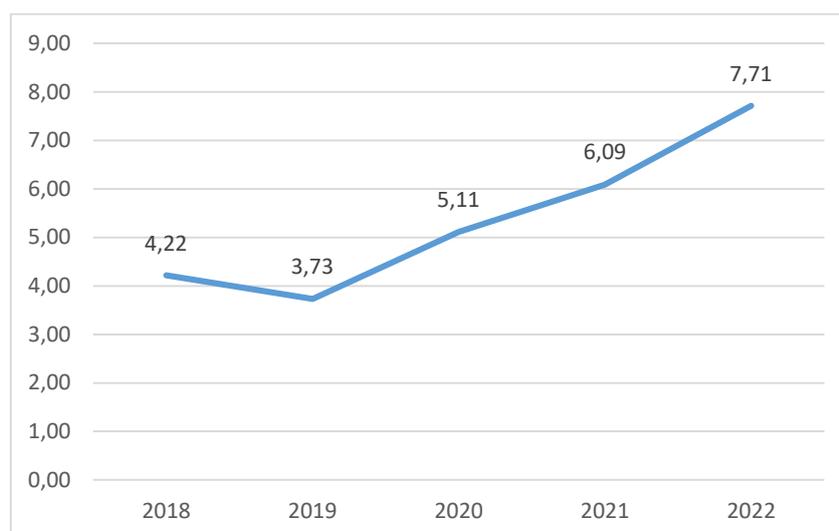
El ratio de endeudamiento de Kroger durante el período analizado en promedio fue de 4,08 veces el patrimonio neto, lo que indica que la empresa está altamente apalancada. Aunque esto puede resultar en mayores rendimientos para los accionistas en un entorno de tasas de interés bajas, también aumenta el riesgo de la empresa en caso de que tenga problemas de solvencia o de rentabilidad.

4.6.3 Ratio de cobertura de intereses

Por otro lado se analiza el ratio de cobertura de intereses que mide la capacidad de la empresa para pagar los intereses de su deuda a través de su resultado operativo. Si el EBIT es suficiente para cubrir los intereses, se considera que la compañía tiene una buena capacidad para hacer frente a sus obligaciones financieras. Si el ratio es bajo, la empresa puede estar en riesgo de no poder pagar sus intereses y, por lo tanto, puede estar en una situación de riesgo financiero.

A continuación se presenta el gráfico de evolución del ratio de cobertura de intereses de Kroger para el periodo 2018 al 2022:

Gráfico 19: Evolución del ratio de cobertura de intereses de Kroger para el período 2018-2022



Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

Como se observa durante el período analizado el ratio EBIT/intereses de Kroger tuvo un promedio de 5,37 veces. Este ratio indica la capacidad de la compañía para cubrir el pago de intereses con su resultado operativo. A pesar de que Kroger se encuentra altamente apalancada con un pasivo promedio que supera en 4,08 veces al patrimonio neto, su resultado operativo es suficiente para cubrir ampliamente los intereses mensuales generados. Esto se debe en parte a que una gran proporción del pasivo se compone de cuentas a pagar que no generan intereses o que generan intereses muy bajos.

Por lo expuesto, la compañía no parece tener problemas crediticios y se encuentra en una situación financiera sólida. A pesar de tener un alto nivel de apalancamiento, su capacidad para cubrir los pagos de intereses con el EBIT indica que cuenta con una buena capacidad para hacer frente a sus obligaciones de deuda. Además, aunque su ratio de liquidez disminuyó en los últimos años, se encuentra en niveles aceptables para el sector en el que se desenvuelve, donde es común que los pasivos de corto plazo superen a los activos de corto plazo debido al apalancamiento sobre proveedores.

Durante el periodo evaluado, los sólidos resultados de la compañía indican una gestión efectiva de recursos y una implementación exitosa de estrategias de negocio. En general, la empresa parece tener una buena gestión financiera y se encuentra en una situación saludable en términos crediticios, lo que la hace atractiva tanto para inversores como para clientes.

El análisis financiero de Kroger permitió obtener una clara visión económico-financiera y desarrollar escenarios de valuación para la proyección de flujos de fondos descontados.

5. Valuación de Kroger Co. por flujo de fondos descontados

La valuación de la empresa Kroger Co. se realizó a través del enfoque basado en ingresos, específicamente a través del método de los Flujos de Fondos Descontados (FFD), este método se basa en que el valor de un activo es igual al valor presente de los futuros flujos de caja generados por dicho activo.

El presente método, para encontrar el valor de la empresa, suma los flujos de fondos disponibles que la misma generará en el futuro y los descuenta a una tasa que representa el costo de financiamiento de la empresa a través de capital o deuda.

Ilustración 7: Fórmula del modelo FFD

$$VPN_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FF_t}{(1+r)^t} + VT_N$$

Con:

$$VT_N = \frac{FF_N \times (1+g)}{(r-g)}$$

Donde:

VPN_{FF} = Valor Presente Neto de los Flujos de Fondo

FF_t = Flujos de Fondo en el momento "t"

r = Tasa de Descuento

VT_N = Valor Terminal en el momento "N"

g = Tasa de Crecimiento esperado a Perpetuidad

En el caso de Kroger Co. es posible utilizar el método de FFD debido a que se trata de una firma establecida, con una cuota de mercado estable y existe predictibilidad de los flujos de caja futuros cuyo valor presente permitirá obtener el valor de la firma.

En la presente valuación se optó por utilizar la metodología de estimación de los Flujos de Fondo para la Firma y tasa WACC⁷ como tasa de descuento.

⁷ Weighted Average Cost of Capital por sus siglas en inglés, en español costo promedio ponderado de capital.

Posteriormente el valor del patrimonio neto o valor económico de las acciones se obtuvo al restar la deuda y sumar la caja al valor de la firma, es decir despejando la fórmula del Valor de la firma.

Ilustración 8: Fórmula del Valor de la firma

$$EV=D-C+E$$

Donde:

EV= Por sus siglas en inglés *Enterprise Value*, Valor de la firma

D= Deuda

C= Caja

E= Por su sigla en inglés *Equity*, Valor económico de las acciones

Los flujos de fondos de la firma son los fondos o efectivo disponible para distribuirse entre los accionistas y los acreedores de la empresa. Se determinan de la siguiente manera:

Ilustración 9: Fórmula del flujo de fondos de la firma

EBIT

- Impuestos
- + Depreciaciones y amortizaciones
- ▲ Capital de trabajo
- Inversiones de Capital (CAPEX)

Flujo de Fondos de la Firma

En primer lugar, se calcularon los flujos de fondos proyectados para los próximos cinco períodos fiscales, desde el 2023 hasta el 2027. Luego, se determinó la tasa de descuento a utilizar y se estimó el valor terminal para todos los flujos de fondos proyectados para los años posteriores al 2027.

A continuación, se detallan los supuestos utilizados para realizar la proyección de los flujos de fondos:

5.1 Factores que afectan el crecimiento de ventas

Existen diversos factores que afectan el crecimiento de las ventas para el futuro, entre las principales se puede explicar las siguientes:

5.1.1 Comportamiento de los clientes

El comportamiento de los clientes cambió rápida y considerablemente durante la pandemia, incluido un cambio de comida fuera de casa a comida en casa, es decir una tendencia a cocinar en casa y comidas preparadas para llevar.

Como respuesta a este cambio Kroger han introducido comidas de Home Chef, que incluyen opciones de "Listo para cocinar" y "Listo para comer" completamente cocidas, que están listas en minutos.

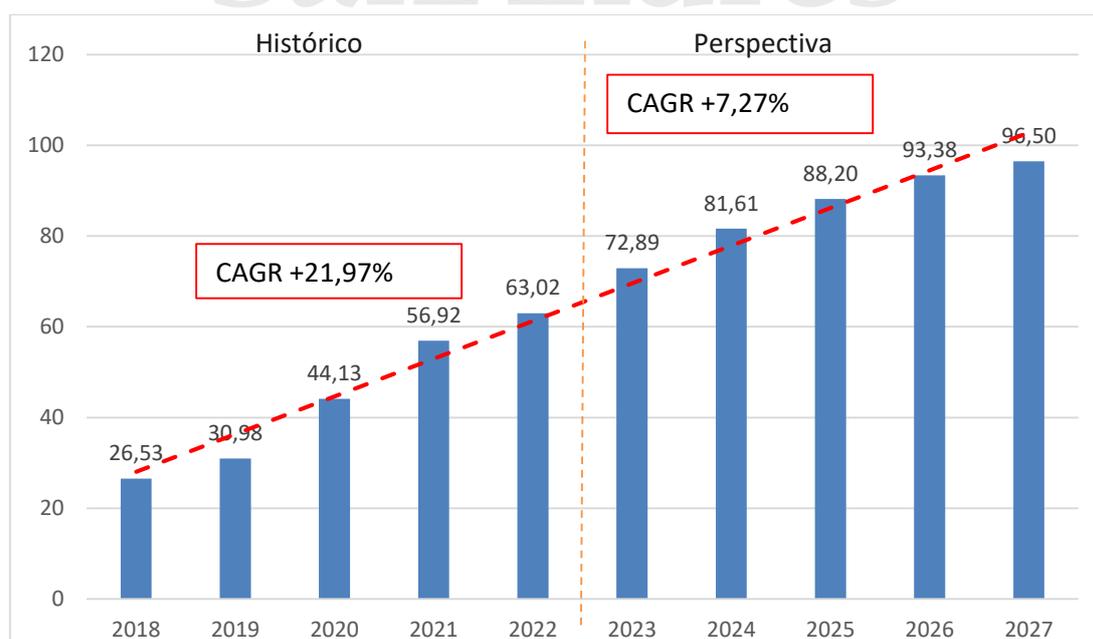
Por ello el comportamiento de los clientes, junto con las estrategias destinadas a cumplir sus necesidades cambiantes afecta al crecimiento de las ventas, en este caso positivamente.

5.1.2 Tendencia comercio electrónico

Según Statista (2022) el segmento de alimentos en línea se considera una de las áreas de crecimiento más atractivas en el espacio de comercio electrónico. El mercado aún se encuentra en una etapa temprana de desarrollo, a pesar de que los pioneros comenzaron sus negocios en línea hace varios años y muchos grandes minoristas tradicionales han seguido su ejemplo. Gran potencial proviene de compras automatizadas o semiautomáticas de productos cotidianos a través de compras basadas en suscripción, pedidos ad-hoc a través de aplicaciones de comercio.

Teniendo en cuenta los constantes esfuerzos de Kroger en el ámbito tecnológico para mantener cuota de mercado frente a los nuevos competidores en línea se presenta el siguiente gráfico:

Gráfico 20: Ingresos por compras en línea de alimentos en Estados Unidos 2018-2027 (en miles de millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista Digital Market Outlook

Esta estadística presenta los ingresos históricos y proyectados para Estados Unidos en el mercado de servicios electrónicos para el segmento entrega de alimentos entre los años 2018 y 2027. Teniendo una CAGR histórica del 21,97% del 2018 al 2022 y una perspectiva de CAGR de 7,27% para los años 2023 al 2027. Con base en esta estadística y los continuos esfuerzos de Kroger en el campo de las ventas en línea, se puede estimar que la compañía capturará una parte del crecimiento de ventas en ese segmento.

5.2 Proyección de ventas futuras

Para proyectar las ventas futuras de la compañía durante los próximos cinco años se utilizó tanto la información histórica como las expectativas de crecimiento de las ventas comparables en los mismos locales. Este crecimiento se medirá mediante el indicador de ventas en los mismos locales (SSS).

Idealmente, las empresas minoristas deben buscar aumentar al máximo su SSS, ya que al incrementar las ventas en los mismos locales y plataformas digitales, con los mismos empleados y las mismas instalaciones, los costos fijos se distribuyen en un mayor volumen de ventas. Esto resulta en un mayor rendimiento para la empresa.

Al analizar la variación del indicador de ventas en mismos locales en los últimos años (2012 al 2022), según Tabla 1: se observa que Kroger experimentó un crecimiento excepcional del 14,1% en el año 2020, en comparación con el año anterior. Es importante destacar que este año estuvo marcado por el evento extraordinario de la pandemia de COVID-19, lo que tuvo un impacto significativo en el comportamiento de las ventas.

En los demás años, Kroger registró un crecimiento positivo que osciló entre el 0,1% y el 5,6%. Estos rangos reflejan el desempeño constante y saludable de la empresa en términos de generación de ventas en sus locales existentes y plataformas digitales, excluyendo el año excepcional de la pandemia.

La compañía ha informado su enfoque en la construcción de la lealtad de los clientes a largo plazo a través de productos frescos, sus marcas, la personalización y la experiencia de compra perfecta. Todo esto tiene como objetivo impulsar un crecimiento sostenible de las ventas en su negocio de supermercados minoristas, incluyendo categorías como combustibles, salud y bienestar, así como la expansión de las ventas digitales.

Para proyectar las ventas en el escenario base, se ha tomado en consideración el promedio del indicador SSS de los años 2012 al 2022, que asciende al 2,37%, se excluyó la tasa de SSS del año 2020 debido a las ventas record de dicho año, producto de la pandemia COVID-19 que generó

un incremento notable en las ventas en el sector minorista de alimentos y productos básicos, en detrimento de otros sectores más discrecionales.

5.3 Margen operativo

A continuación se presenta el análisis del margen operativo de Kroger en los últimos 5 años:

Tabla 15: Análisis del margen operativo

Año	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Margen Operativo (EBIT/Ventas)	2,15%	1,84%	2,10%	2,52%	2,78%	2,28%

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

El margen operativo se calcula dividiendo el resultado operativo (EBIT) entre las ventas. En el cuadro anterior se observa una variación en el margen operativo a lo largo de los años, pero en promedio, el margen operativo se sitúa en el 2,28%.

Para proyectar el margen operativo se optó por el uso del promedio, en este contexto el promedio permite obtener una visión general y representativa del comportamiento del margen operativo de Kroger durante el período de cinco años. Al calcular el promedio de los valores individuales del margen operativo de cada año, se obtiene un punto de referencia que suaviza las fluctuaciones anuales y proporciona una medida promedio del desempeño.

5.4 Inversiones de capital

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

Tabla 16: Inversiones de capital incluidos pagos por adquisiciones de arrendamiento años 2018-2022

CAPEX incluidos los pagos por adquisiciones de arrendamiento	2018	2019	2020	2021	2022
Pagos por propiedades y equipos, incluidos los pagos por adquisiciones de arrendamiento	2.967	3.128	2.865	2.614	3.078
% sobre ventas	2,43%	2,56%	2,16%	1,90%	2,08%
Promedio	2,23%				

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

La tabla muestra los gastos de capital (CAPEX) realizados por la empresa en los años 2018 a 2022, en el mismo se encuentran los pagos por propiedades y equipos, incluyendo los pagos por adquisiciones de arrendamiento.

Los gastos de capital son aquellos que se realizan para adquirir o mejorar activos fijos como maquinaria, equipos, edificios, terrenos, entre otros. En este caso, la empresa está invirtiendo en propiedad y equipos.

Se puede observar que en el año 2018 la empresa gastó el 2,43% de sus ventas en CAPEX, mientras que en el año 2021 el porcentaje se redujo al 1,90%, repuntando en el 2022 con 2,08% de sus ventas.

Para proyectar los gastos de capital futuros, se utilizó el promedio del porcentaje de gastos de capital en relación con las ventas durante el período de cinco años, que fue del 2,23%.

Este enfoque se basa en la premisa de que el porcentaje promedio de gastos de capital en relación con las ventas se mantendrá constante en el futuro cercano. En otras palabras, se espera que la proporción de los gastos de capital con respecto a las ventas siga siendo similar a la observada en el período analizado.

A continuación, se presenta las inversiones de capital, incluidos pagos por adquisiciones de arrendamiento proyectados del año 2023 al 2027 utilizando el promedio calculado y multiplicando por las estimaciones de ventas correspondientes.

Tabla 17: Inversiones de capital incluidos pagos por adquisiciones de arrendamiento proyectados año 2023-2027

Capex incluidos los pagos por adquisiciones de arrendamiento	2023	2024	2025	2026	2027
Pagos por propiedades y equipos, incluidos los pagos por adquisiciones de arrendamiento	3.378	3.458	3.540	3.623	3.709
% sobre ventas	2,23%	2,23%	2,23%	2,23%	2,23%
Promedio	2,23%				

Fuente: Elaboración propia

Para proyectar la cuenta contable de "Propiedades y Equipos", se sumaron los gastos de capital (CAPEX) al saldo anterior de dicha cuenta.

El saldo anterior representa el valor acumulado de las propiedades y equipos hasta el período anterior. Al agregar los gastos de capital, que representan las adiciones y mejoras a dichos activos, se obtiene el nuevo saldo proyectado para la cuenta contable de "Propiedades y Equipos".

Esta proyección se basa en la premisa de que los gastos de capital se capitalizan y se agregan al valor de los activos existentes.

5.5 Amortizaciones y depreciaciones

Las amortizaciones y depreciaciones registran el desgaste y pérdida de valor de los activos de una empresa debido a su uso y obsolescencia. Son importantes para calcular el impuesto a las ganancias, ya que se pueden deducir del monto a pagar. Esto permite una presentación financiera más precisa y reduce la carga impositiva de la empresa.

Para las depreciaciones y amortizaciones se tomara el promedio histórico de las mismas sobre los activos fijos brutos de la compañía, y se proyectara en base al mismo sumado al desembolso por CAPEX proyectado.

Tabla 18: Histórico de propiedades y equipos, y sus depreciaciones

Análisis de Depreciaciones	2018	2019	2020	2021	2022
Depreciaciones US\$ Millones	2.465	2.649	2.747	2.824	2.965
Terrenos US\$ Millones	3.254	3.299	3.373	3.395	3.442
Edificaciones y mejoras de terrenos US\$ Millones	12.245	12.553	13.149	13.996	14.539
Equipos US\$ Millones	14.277	15.031	14.928	15.951	17.328
Mejoras arrendatarias US\$ Millones	10.306	10.832	10.516	10.775	11.435
Construcción en Progreso US\$ Millones	2.716	3.166	2.892	3.831	4.044
Bienes arrendados en régimen de arrendamiento financiero US\$ Millones	1.066	966	1.165	1.939	2.580
Total Propiedades y Equipos US\$ Millones	43.864	45.847	46.023	49.887	53.368
Depreciaciones %	5,62%	5,78%	5,97%	5,66%	5,56%
Promedio			5,72%		

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

Utilizando los datos históricos de los últimos cinco años fiscales, se calculó el monto de las depreciaciones como porcentaje del total de Propiedades y Equipos. Este cálculo arrojó un promedio del 5,72% que representa la tasa de depreciación promedio para ese período.

El promedio del 5,72% de depreciación sobre el total de propiedades y equipos se utilizó como base para proyectar las depreciaciones de los próximos cinco años. Se asumió que esta proporción promedio se mantendrá constante en el futuro cercano. Utilizando este promedio como referencia, se puede estimar el monto de las depreciaciones esperadas para los próximos períodos.

A continuación, se presentan las proyecciones de propiedades y equipos, junto con las estimaciones de amortizaciones y depreciaciones, que fueron calculadas y explicadas previamente:

Tabla 19: Proyección de propiedades y equipos y sus depreciaciones

Año	2023	2024	2025	2026	2027
Propiedades y Equipos USD Millones	56.746	60.203	63.743	67.366	71.075
Amortizaciones y Depreciaciones USD Millones	3.244	3.442	3.644	3.851	4.063

Fuente: Elaboración propia

5.6 Ajuste por arrendamiento operativo

Los gastos de arrendamiento operativo son los costos asociados al arrendamiento de activos utilizados en el funcionamiento diario de una empresa, como locales comerciales, oficinas, maquinaria, vehículos, entre otros. Estos gastos representan los pagos periódicos que la empresa realiza al arrendador por el uso de dichos activos, sin que exista una transferencia de propiedad al final del contrato de arrendamiento.

A diferencia de los arrendamientos financieros, en los que se reconoce el activo arrendado y la correspondiente deuda en el balance de la empresa, en los arrendamientos operativos solo se registran los pagos como gastos en el estado de resultados.

Estos gastos de arrendamiento operativo son considerados costos operativos y se incluyen en el cálculo del EBIT, lo que afecta directamente la rentabilidad de la empresa.

El ajuste de los intereses por arrendamiento operativo en el EBIT se realiza cuando existe la posibilidad de compra futura del bien arrendado. Esta situación ocurre cuando el contrato de arrendamiento incluye una opción de compra al final del periodo de arrendamiento.

En este caso, los intereses por arrendamiento operativo se ajustan para reflejar el costo de financiamiento implícito en el arrendamiento y se consideran como gastos financieros en lugar de gastos operativos. Esta reclasificación se realiza para reflejar de manera más precisa la carga financiera asociada al arrendamiento y su impacto en la estructura de costos de la empresa.

El ajuste de los intereses por arrendamiento operativo tiene como objetivo brindar una visión más precisa de la rentabilidad operativa de la empresa al eliminar el componente financiero del arrendamiento y separarlo de los costos operativos principales.

Los plazos de arrendamiento de la compañía generalmente varían de 10 a 20 años con opciones para renovar por períodos variables a discreción exclusiva de la Compañía y el valor presente de las obligaciones de arrendamiento operativo es de US\$ 7.818 millones.

A continuación, se presenta la tabla de obligaciones de arrendamiento operativo para los años 2023 al 2027, el mismo se ajusta con la tasa de la deuda (Kd) de la compañía, para hallar los intereses por arrendamiento operativo:

Tabla 20: Ajuste arrendamiento operativo

	2023	2024	2025	2026	2027
Obligaciones de arrendamiento operativo	930	864	791	740	683
Tasa de descuento (Kd)	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
Ajuste arrendamiento operativo Intereses	50,69	47,09	43,11	40,33	37,22

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

Para hallar el ingreso operativo ajustado antes de impuestos se suman el EBIT de la compañía más gastos de intereses imputados en arrendamiento capitalizado para cada año de la proyección.

5.7 Impuestos

A continuación la tabla de tasa impositiva efectiva para los años fiscales 2020 al 2022:

Tabla 21: Tasa impositiva efectiva años 2020-2022

	2020	2021	2022	Promedio
Tasa impositiva efectiva	22,50%	18,80%	23,20%	21,50%

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

Para proyectar la tasa impositiva efectiva para los próximos cinco años, se utilizó el promedio de las tasas impositivas efectivas de años anteriores, del 21,50%. El promedio se calculó a partir de las tasas impositivas efectivas registradas en los años mencionados.

Se asume que el promedio de las tasas impositivas efectivas se mantendrá constante en el futuro cercano y se utiliza como base para proyectar la tasa impositiva efectiva en los próximos años.

5.8 Capital de trabajo

En el análisis financiero de Kroger, se determinó el capital de trabajo histórico, en el mismo se utilizó la evolución histórica de las cuentas por cobrar, inventarios y proveedores para calcular la variación del capital de trabajo. La variación se determinó como un porcentaje de las ventas y se encontró que el promedio de los últimos 5 años fue del 1,69%. Este promedio se utilizó para

proyectar el capital de trabajo de la empresa para los próximos 5 períodos como se observa en la tabla siguiente:

Tabla 22: Análisis del capital de trabajo histórico y proyectado (en millones de US\$)

ANÁLISIS DE CAPITAL DE TRABAJO										
	HISTÓRICO					PROYECTADO				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Créditos por ventas	1.589	1.706	1.781	1.828	2.234					
Inventarios	6.846	7.084	7.063	6.783	7.560					
Total	8.435	8.790	8.844	8.611	9.794					
Proveedores	6.059	6.349	6.679	7.117	7.119					
Total	6.059	6.349	6.679	7.117	7.119					
Capital de Trabajo	2.376	2.441	2.165	1.494	2.675	2570	2631	2694	2757	2823
Variación del Capital del Trabajo	-	65	-276	-671	1.181	-105	61	62	64	65
Capital de Trabajo como % de Ventas	1,95%	2,00%	1,63%	1,08%	1,80%	1,69%	1,69%	1,69%	1,69%	1,69%

Fuente: Elaboración propia con reportes anuales de Kroger Co.

5.9 Tasa de descuento de los flujos de fondos

Como ya se mencionó, para la presente valuación de Kroger Co. se eligió la estimación de Flujos de Fondos de la Firma y la tasa de descuento utilizado fue el WACC.

Dado que este flujo de fondos representa la totalidad del flujo disponible de la empresa y exigible por los acreedores y los accionistas, la tasa de descuento debe reflejar tanto: el costo de la deuda, que es la tasa de interés requerida por los acreedores para financiar a la empresa, y el costo del capital accionario, que es la tasa de retorno sobre los aportes de capital exigido por los accionistas. A continuación, el cálculo de dichos datos:

5.9.1 Costo del capital propio

Ilustración 10: Fórmula de la tasa K_e

$$K_e = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

Donde:

K_e = Costo del capital propio

R_f = Tasa libre de riesgo

β_i = Beta del activo

R_m = Riesgo de mercado

Tasa libre de riesgo

La tasa libre de riesgo es la tasa de rendimiento teórica de una inversión con riesgo cero. Como tal, es el punto de referencia para medir otras inversiones que incluyen un elemento de riesgo.

Dicha tasa representa la tasa de interés que un inversor espera de una inversión sin nada de riesgo por un periodo de tiempo determinado.

Los rendimientos de los bonos del gobierno de Estados Unidos son las tasas libres de riesgo más utilizadas para las inversiones en dólares con igual o similar duración a la inversión que se está calculando. Como se estima que la empresa va a seguir activa por más de 10 años para la valuación de Kroger se decidió utilizar la tasa anual del tesoro de los Estados Unidos a largo plazo a la fecha más cercana de valuación de la empresa, del 3,72% de la fecha 27 de enero de 2023.

Tabla 23: Tasa libre de riesgo

Fecha	27/1/2023
Tasa libre de riesgo	3,72%

Fuente: Departamento del Tesoro de Estados Unidos

Beta

El coeficiente beta puede medir la volatilidad de una acción individual comparada con el mercado. Beta describe la relación entre el riesgo sistemático y el retorno esperado para los activos, particularmente acciones.

Se llevaron a cabo análisis exhaustivos para determinar el beta de Kroger, utilizando tres enfoques distintos. La consideración de tres métodos proporcionó una perspectiva más robusta y completa sobre el riesgo sistemático asociado con las acciones de Kroger, siendo este un componente esencial en la valoración de riesgos y rendimientos en el contexto financiero.

Para el primer enfoque se utilizó el modelo tradicional de regresión lineal simple. Se utilizaron los retornos mensuales de la cotización de la acción de Kroger de los últimos 3, 5 y 10 años. Además, se utilizó el rendimiento mensual del índice S&P 500 para los mismos periodos de tiempo. Ver Apéndice- Regresión Beta a 3, 5 y 10 años de Kroger Co. vs S&P 500. Los valores de beta obtenidos fueron 0,4802 para un período de 3 años, 0,4595 para 5 años y 0,5809 para 10 años.

Para el segundo enfoque se utilizó el beta de comparables (Cotsco Corp, Albertsons Companies, Walmart y Target Corp), el mismo se calculó utilizando análisis de regresión para evaluar la relación entre los rendimientos mensuales de 5 años de los activos comparables y los rendimientos del mercado, hallado los beta se desapalancó y se apalancó a la estructura de capital de Kroger, obteniendo un promedio de betas de 0,8346.

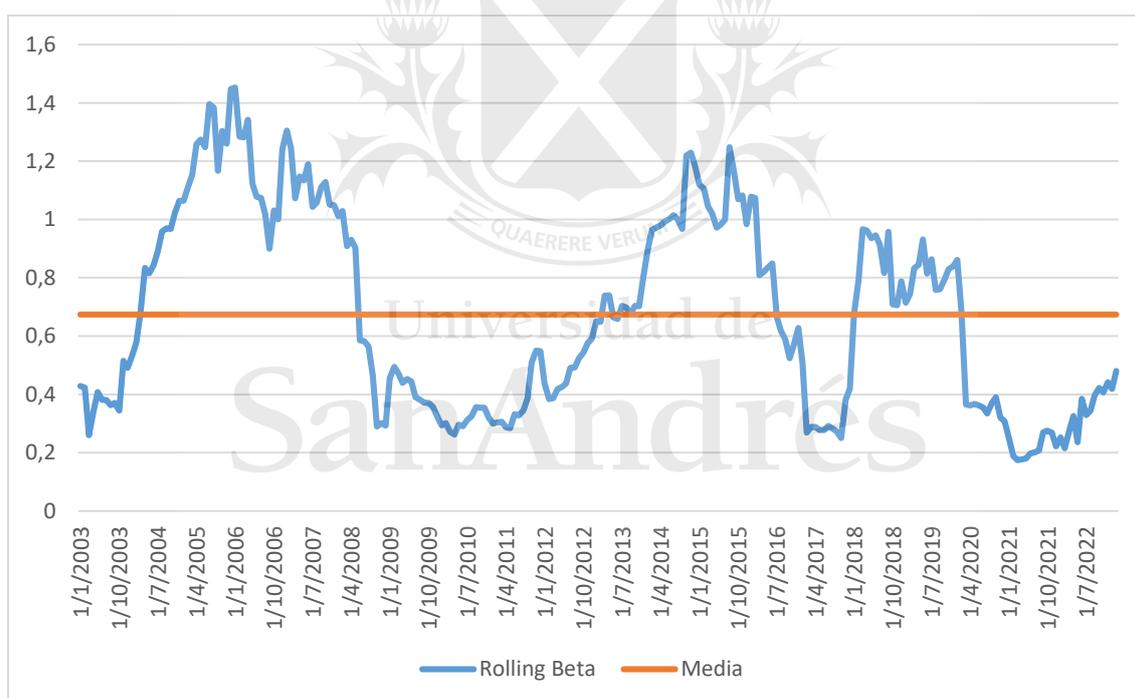
Para el tercer enfoque se empleó el Beta Móvil o Progresivo (conocido como "Rolling Beta" en inglés) durante un período de 3 años, considerando los retornos mensuales de las acciones de

Kroger en comparación con los retornos mensuales del índice S&P 500. Esta técnica implica calcular el beta de manera dinámica a lo largo del tiempo, utilizando ventanas de datos más pequeñas que se desplazan a medida que avanzamos en el tiempo. En este caso, se aplicó una ventana temporal que abarcó los últimos 20 años.

El Rolling Beta es una herramienta fundamental en el análisis financiero, permitiendo capturar de manera dinámica la sensibilidad de un activo a los movimientos del mercado en intervalos sucesivos. El resultado promedio de este enfoque fue un beta promedio de 0,6735, proporcionando así una evaluación dinámica y actualizada de la relación entre los rendimientos de Kroger y el mercado durante el período considerado.

A continuación se presenta Rolling beta de los retornos de Kroger vs S&P de los últimos 20 años y su promedio:

Gráfico 21: Rolling Beta de los retornos de Kroger Co. vs S&P 500 de 2002 al 2022



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing.com

Luego de analizar los resultados de los tres enfoques, se optó por el Rolling Beta debido a la necesidad de una evaluación dinámica y actualizada de la sensibilidad de las acciones de Kroger a los movimientos del mercado. A diferencia de los métodos tradicionales y el beta de comparables, el Rolling Beta destaca por su adaptabilidad continua a los cambios en las condiciones del mercado.

En resumen, la elección del Rolling Beta se justifica por su capacidad para ofrecer una perspectiva dinámica y actualizada del riesgo sistemático asociado con las acciones de Kroger en un contexto financiero en constante cambio. El promedio final de 0,6735 proporciona un indicador robusto y preciso de la relación riesgo-recompensa, reflejando una adaptación continua a lo largo de las últimas dos décadas.

Prima de riesgo

La prima de riesgo es el rendimiento de la inversión que se espera que rinda un activo por encima de la tasa de rendimiento libre de riesgo. Representa el pago a los inversionistas por tolerar el riesgo adicional en una inversión dada sobre el de un activo libre de riesgo.

Para la presente valuación la tasa de rendimiento del mercado se tomó como referencia el índice S&P 500. Se calculó utilizando la información de series históricas de los rendimientos anuales de los últimos 50 años (1972-2022) del S&P 500, incluido los dividendos. Como resultado del promedio aritmético dio un rendimiento de mercado histórica del 11,87%

Como la tasa de rendimiento libre de riesgo se tomó la tasa del bono del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años de la fecha más cercana a la valuación, 3,72%.

Por ello la prima de riesgo del mercado, la diferencia entre la tasa de rendimiento del mercado y la tasa de rendimiento libre de riesgo arroja un 8,15%.

Tabla 24: Rendimiento del mercado histórica

Fecha	27/1/2023
Rendimiento de mercado histórica (1972-2022)	11,87%

Fuente: Elaboración propia con datos de Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills: 1928-2022

A continuación, el resultado de la tasa ke con los datos expuestos anteriormente:

$$K_e = R_f + \beta i \times (R_m - R_f)$$

$$K_e = 3,72\% + 0,67 \times (11,87\% - 3,72\%)$$

$$K_e = 9,21\%$$

5.9.2 Costo de la deuda

El costo de la deuda representa el costo actual de la empresa para solicitar fondos con el objeto de financiar sus actividades. Cuanto más alto sea el riesgo de incumplimiento de la empresa, mayor será el interés que ésta tendrá para afrontar nuevos préstamos.

El escenario más simple para estimar el costo de la deuda ocurre cuando una empresa tiene bonos a largo plazo en circulación que se negocian ampliamente. El precio de mercado del bono junto con su cupón y vencimiento puede servir para calcular un rendimiento que se utiliza como costo de la deuda. (Damodaran, 2012). Es decir, se estima con el rendimiento al vencimiento de ese bono.

Como se estima que la empresa permanecerá con sus actividades indefinidamente, se analizó uno de sus bonos a largo plazo para hallar el rendimiento al vencimiento, más conocido como la YTM (Yield to Maturity por sus siglas en inglés) de dicho bono. Y con dicho dato conocer el costo de la deuda, es decir, la tasa de interés requerida por los acreedores para financiar a la empresa a la fecha más próxima a la fecha de valuación.

A continuación se presenta tabla con los bonos más representativos emitidos por Kroger cuya TIR es a la fecha del 27/01/2023:

Tabla 25: Bonos emitidos por Kroger en US\$

Moneda	Tasa de cupon	Vencimiento	TIR al 27/1/23	Volumen (en millones de US\$)
US\$	4,00%	2024	5,11%	500
US\$	3,50%	2026	4,80%	500
US\$	3,70%	2027	4,55%	600
US\$	4,50%	2029	4,79%	600
US\$	7,50%	2031	5,18%	500
US\$	6,90%	2038	5,45%	375
US\$	5,40%	2040	5,43%	300

Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters

Los bonos a largo plazo reflejan las tasas de interés a largo plazo en el mercado de deuda. Al incorporarlos en el cálculo del WACC, se tiene en cuenta el costo de financiamiento a largo plazo de la empresa, lo que es relevante para proyectos o inversiones de duración prolongada. Además, estos bonos suelen ofrecer una mayor estabilidad en las tasas de interés en comparación con los bonos a corto plazo. Por lo expuesto se eligió la TIR del bono con vencimiento en el 2038 como un indicador o proxy del costo de la deuda.

A continuación, una pequeña descripción del Bono de Kroger con vencimiento en el 2038 extraída del Prospecto Complementario al Prospecto de fecha 20 de diciembre de 2007 presentado de conformidad con la Regla 424(b)(5) ante la SEC:

Tabla 26: Datos bono Kroger Co con vencimiento en el 2038

ISIN	Nombre
US501044CK58	Kroger Co Senior Notes 6,9% 15/04/38
País	Moneda
EE. UU.	US\$
Tipo de cupón	Tasa cupón
Semestral	6,90%
Denominación	Vencimiento
100	15/4/2038
Valor emitido	Precio de mercado al 27/01/2023
US\$ 375.000.000	US\$ 114,83
TIR	
5,45%	

Fuente: Elaboración propia con datos del prospecto del Bono y Reuters

A la fecha 27 de enero del 2023, más cercana a la fecha de valuación de la firma, la YTM fue 5,45% del bono con vencimiento el 15 de abril de 2038 de la empresa según Reuters.

5.9.3 Estructura de capital

En el análisis financiero de Kroger, se determinó que la estructura de capital se compone de un 38,71% de deuda y un 61,29% de capital propio. Se proyecta que esta composición se mantendrá constante a lo largo de la vida de la empresa y se valorará con dicha estructura de capital.

5.9.4 Tasa de descuento WACC

WACC es el acrónimo en inglés de "Weighted Average Cost of Capital", que se traduce al español como "Costo Promedio Ponderado de Capital". Es una métrica financiera utilizada para medir el costo total de los fondos que una empresa utiliza para financiar sus operaciones. Esta tasa de descuento considera tanto el costo de la deuda como el costo de la inversión en acciones, ponderados por la proporción de cada uno en la estructura de capital de la empresa. A continuación, se presenta la fórmula para hallar la tasa WACC:

Ilustración 11: Fórmula de la tasa WACC

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

Donde:

Ke = Costo del Capital Propio

E = Valor de Mercado del Capital Propio

Kd = Costo de Deuda Financiera (antes de impuestos)

D = Valor de Mercado de la Deuda Financiera

t : Tasa efectiva de impuesto a las ganancias

Aplicando la fórmula anterior se realizó el cálculo de la tasa WACC, la cual es la tasa de descuento utilizada para los flujos de fondos proyectados en esta valoración, y que se determina a partir de los datos previamente calculados:

$$WACC = 9,21\% \times \frac{32.322\text{millones}}{32.322\text{millones} + 20.412\text{millones}} + 5,45\% \times \frac{20.412\text{millones}}{32.322\text{millones} + 20.412\text{millones}} \times (1 - 21,50\%)$$

$$WACC = 7,30\%$$

5.10 Valor terminal de la firma

El valor terminal de la firma depende principalmente de la estimación de g , que es el crecimiento constante de largo plazo que se estima para los flujos de fondos disponible de la empresa. Si bien se sabe que las compañías no crecen de forma constante a la misma tasa todos los años, se toma un indicador que promedie el crecimiento esperado. A continuación, la fórmula de valor terminal de la firma:

Ilustración 12: Fórmula de valor terminal

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

Donde:

FF_N = Flujo de fondo del último período proyectado

g = Tasa de Crecimiento Esperada a Perpetuidad

r = Tasa de Descuento

Para determinar la tasa de crecimiento a perpetuidad de Kroger se han tenido en cuenta lo siguiente: la historia reciente de la compañía, la estimación de la inflación a largo plazo y la tasa de crecimiento vegetativo de la población de los años últimos 8 años disponibles.

En primer lugar, se analizó la historia reciente de la compañía y se observa que existen años en los que la compañía logró crecer por debajo del crecimiento de la economía de Estados Unidos en términos nominales, esto se debe a que Kroger opera en una industria altamente competitiva con otros minoristas de alimentos y productos básicos, como la competencia es fuerte, Kroger podría tener dificultades para aumentar sus ventas y ganancias, lo que limitaría su capacidad de crecer a un ritmo similar al de la economía de Estados Unidos.

En segundo lugar, la inflación a largo plazo es una variable difícil de predecir y puede estar sujeta a cambios significativos debido a eventos imprevistos. Sin embargo, según las últimas proyecciones de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED), la inflación a largo plazo se espera que se sitúe en torno al 2%. Esto significa que la FED prevé que la tasa de inflación se mantendrá en o cerca de su objetivo de inflación a largo plazo del 2% en el futuro previsible. (FED, 2023)

En tercer lugar, se analizó que los minoristas de alimentos y productos básicos pueden verse influidos por la tasa vegetativa de la población principalmente en la demanda de alimentos. El crecimiento vegetativo de la población se refiere al incremento de la población de una región o país debido a la diferencia entre las tasas de natalidad y mortalidad. Es la diferencia entre el número de nacimientos y el número de defunciones en un determinado período de tiempo.

En términos de tasas de natalidad, Estados Unidos ha experimentado una disminución en las últimas décadas. Esto se debe a una variedad de factores como: cambios socioculturales, como actitudes cambiantes hacia la maternidad y la paternidad, así como a roles de género en evolución. El acceso generalizado a métodos anticonceptivos efectivos también ha permitido a las parejas tener un mayor control sobre la planificación de sus familias. Los aumentos en los costos asociados con la crianza de los hijos y los cambios en la estructura familiar también han influido en la decisión de tener menos hijos.

La tendencia lineal de la tasa vegetativa de la población de los años 2014 al 2021 (últimos datos disponibles) fue del 0,29%.

Tomando en consideración lo explicado, además que es poco probable que una empresa crezca consistentemente por encima de la tasa de inflación o por encima del crecimiento económico de su país se utiliza una suposición moderada y se asume una tasa de crecimiento a largo plazo proyectada razonablemente establecida igual al 2,29%, moderadamente superior a la inflación

a largo plazo de Estados Unidos. Dicha tasa es la sumatoria de la inflación a largo plazo del 2% esperada por la FED y la tendencia lineal de la tasa vegetativa de la población durante los años 2014 al 2021 (últimos datos disponibles) que fue del 0,29%.

Para estimar el valor terminal de la compañía se utilizó la tasa de descuento del 7,30% calculada anteriormente. Y entonces el cálculo del Valor terminal para el escenario base es el siguiente:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{3.239 \text{ millones} \times (1 + 2,29\%)}{(7,30\% - 2,29\%)}$$

Valor Terminal = 66.135 millones

5.11 Valuación de la compañía – Escenario Base

Con todos los elementos necesarios calculados, se procede a estimar los flujos de fondos proyectados de la empresa para los próximos cinco años:

Tabla 27: Flujo de fondos y valuación de Kroger en el escenario base

Escenario Base en millones de US\$	2023	2024	2025	2026	2027	Valor Terminal
Año Proyectado	1	2	3	4	5	5
Ventas	151.772	155.369	159.051	162.820	166.679	
Margen Operativo	2,28%	2,28%	2,28%	2,28%	2,28%	
EBIT	3.457	3.539	3.623	3.709	3.797	
Ajuste arrendamiento operativo	-51	-47	-43	-40	-37	
EBIT ajustado	3.406	3.492	3.580	3.668	3.759	
(-) Impuesto (21,5%)	-732	-751	-770	-789	-808	
(+) Depreciaciones	3.244	3.442	3.644	3.851	4.063	
(-) CAPEX incluido arrendamiento operativo	-3.378	-3.458	-3.540	-3.623	-3.709	
(+/-) Var. Capital de Trabajo	105	-61	-62	-64	-65	
Flujo de caja libre	2.645	2.664	2.852	3.043	3.239	66.135
WACC	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%
Factor de Descuento	0,932	0,869	0,809	0,754	0,703	0,703
Valor Presente	2.465	2.314	2.309	2.296	2.278	46.497
Valor Presente Kroger			58.158			

Fuente: Elaboración propia

Bajo el escenario base, el valor total de la compañía se estima en US\$ 58.158 millones. Este valor refleja la valoración de la empresa en su conjunto. Sin embargo, para determinar el valor

exclusivo de las acciones, se realiza un ajuste al monto del valor de la compañía. Esto implica restar la deuda financiera y sumar el efectivo disponible en la caja de la compañía.

Al realizar los ajustes correspondientes, se determina que el capital accionario de la empresa asciende a US\$ 38.761 millones. Además, según los cálculos realizados, se estima que el valor de cada acción de la compañía al 28/1/2023 debería ser de US\$ 54,02. Estos valores reflejan el cálculo del valor individual de las acciones de la empresa considerando los ajustes pertinentes según se observa en la tabla siguiente:

Tabla 28: Valor del capital y precio por acción de Kroger en el escenario base

Valor Compañía	58.158 (US\$ Millones)
(-) Valor Deuda Financiera	20.412 (US\$ Millones)
(+) Efectivo y Equivalentes	1.015 (US\$ Millones)
Valor de las Acciones	38.761 (US\$ Millones)
Cantidad de Acciones	717 (Millones)
Precio por Acción	54,02 (US\$)

Fuente: Elaboración propia

5.12 Valuación de la compañía – Escenario Optimista

Para evaluar la sensibilidad de los cálculos realizados, se realizaron diferentes escenarios al modificar las variables clave utilizadas para estimar el valor de la compañía. Se analizó cómo estos cambios afectan el valor por acción de la empresa. Esto permite comprender cómo variaciones en las suposiciones impactan en la valoración de cada acción y brinda una perspectiva más completa sobre la robustez de los resultados obtenidos.

En el escenario optimista, se realizaron las siguientes consideraciones:

- Crecimiento de ventas: se consideró un aumento de las ventas del 3% en el escenario optimista, ligeramente superior al escenario base.
- Margen Operativo: Para proyectar el margen operativo de los próximos 5 años, se tomó el valor máximo observado en los últimos 5 años, que fue del 2,78%. Este valor se consideró como un escenario optimista, representando el rendimiento más alto alcanzado en el margen operativo de la empresa.

Estas suposiciones optimistas permiten explorar un escenario en el que las ventas tienen un crecimiento sólido y el margen operativo se sitúa en su nivel más alto.

Tabla 29: Flujo de fondos y valuación de Kroger en el escenario optimista

Escenario Optimista en millones de US\$	2023	2024	2025	2026	2027	Valor Terminal
Año Proyectado	1	2	3	4	5	5
Ventas	152.706	157.287	162.006	166.866	171.872	
Margen Operativo	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	
EBIT	4.250	4.377	4.509	4.644	4.783	
Ajuste arrendamiento operativo	-51	-47	-43	-40	-37	
EBIT ajustado	4.199	4.330	4.465	4.604	4.746	
(-) Impuesto (21,5%)	-903	-931	-960	-990	-1020	
(+) Depreciaciones	3.244	3.442	3.644	3.851	4.063	
(-) CAPEX incluido arrendamiento operativo	-3.378	-3.458	-3.540	-3.623	-3.709	
(+/-) Var. Capital de Trabajo	105	-61	-62	-64	-65	
Flujo de caja libre	3.267	3.322	3.547	3.778	4.014	81.947
WACC	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%
Factor de Descuento	0,932	0,869	0,809	0,754	0,703	0,703
Valor Presente	3.045	2.886	2.871	2.850	2.822	57.613
Valor Presente Kroger						72.087

Fuente: Elaboración propia

Bajo este escenario optimista, el valor total de la compañía se estima en US\$ 72.087 millones. Este valor refleja la valoración de la empresa en su conjunto.

Al realizar los ajustes correspondientes, se determina que el capital accionario de la empresa asciende a US\$ 52.690 millones. Además, según los cálculos realizados, se estima que el valor de cada acción de la compañía al 28/1/2023 debería ser de US\$ 73,44. Estos valores reflejan el cálculo del valor individual de las acciones de la empresa considerando los ajustes pertinentes según se observa en la siguiente tabla:

Tabla 30: Valor del capital y precio por acción de Kroger en el escenario optimista

Valor Compañía	72.087 (US\$ Millones)
(-) Valor Deuda Financiera	20.412 (US\$ Millones)
(+) Efectivo y Equivalentes	1.015 (US\$ Millones)
Valor de las Acciones	52.690 (US\$ Millones)
Cantidad de Acciones	717 (Millones)
Precio por Acción	73,44 (US\$)

Fuente: Elaboración propia

5.13 Valuación de la compañía – Escenario Pesimista

En el escenario pesimista se realizaron modificaciones en las variables claves utilizadas para estimar el valor de la compañía. A continuación, se detallan las consideraciones realizadas:

- Crecimiento de ventas: Se utilizó una tasa de crecimiento de 2%, ligeramente inferior al del escenario base. Este valor refleja un escenario pesimista de crecimiento lento o incluso estancamiento en las ventas de la compañía.
- Margen Operativo: Para proyectar el margen operativo de los próximos 5 años se consideró el valor mínimo observado en los últimos 5 años que fue del 1,84%. Este valor representa un escenario pesimista en términos de rentabilidad operativa de la empresa.

Estas modificaciones en las variables claves permiten evaluar la sensibilidad de los cálculos ante un escenario desfavorable, donde el crecimiento de las ventas es muy bajo y el margen operativo es reducido. Al considerar estos escenarios pesimistas, se pueden identificar posibles riesgos y limitaciones en la valoración de la compañía.

Tabla 31: Flujo de fondos y valuación de Kroger en el escenario pesimista

Escenario Pesimista en millones de US\$	2023	2024	2025	2026	2027	Valor Terminal
Año Proyectado	1	2	3	4	5	5
Ventas	151.223	154.248	157.333	160.479	163.689	
Margen Operativo	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	
EBIT	2.784	2.839	2.896	2.954	3.013	
Ajuste arrendamiento operativo	-51	-47	-43	-40	-37	
EBIT ajustado	2.733	2.792	2.853	2.914	2.976	
(-) Impuesto (21,5%)	-588	-600	-613	-626	-640	
(+) Depreciaciones	3.244	3.442	3.644	3.851	4.063	
(-) CAPEX incluido arrendamiento operativo	-3.378	-3.458	-3.540	-3.623	-3.709	
(+/-) Var. Capital de Trabajo	105	-61	-62	-64	-65	
Flujo de caja libre	2.116	2.115	2.282	2.451	2.625	53.580
WACC	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%
Factor de Descuento	0,932	0,869	0,809	0,754	0,703	0,703
Valor Presente	1.972	1.837	1.847	1.849	1.845	37.670
Valor Presente Kroger	47.020					

Fuente: Elaboración propia

Bajo este escenario pesimista, el valor total de la compañía se estima en US\$ 47.020 millones. Este valor refleja la valoración de la empresa en su conjunto.

Al realizar los ajustes correspondientes, se determina que el capital accionario de la empresa asciende a US\$ 27.623 millones. Además, según los cálculos realizados, se estima que el valor de cada acción de la compañía al 28/1/2023 debería ser de US\$ 38,50. Estos valores reflejan el cálculo del valor individual de las acciones de la empresa considerando los ajustes pertinentes según se observa en la tabla siguiente:

Tabla 32: Valor del capital y precio por acción de Kroger en el escenario pesimista

Valor Compañía	47.020 (US\$ Millones)
(-) Valor Deuda Financiera	20.412 (US\$ Millones)
(+) Efectivo y Equivalentes	1.015 (US\$ Millones)
Valor de las Acciones	27.623 (US\$ Millones)
Cantidad de Acciones	717 (Millones)
Precio por Acción	38,50 (US\$)

Fuente: Elaboración propia

En conclusión, la valuación por Flujo de Fondos de la Firma arroja que el valor de cada acción al 28/01/2023 fue de US\$ 54,02 y con los supuestos pesimista y optimista se encontraba entre US\$ 38,64 y US\$ 73,44. Siendo el precio de las acciones de Kroger en el mercado de valores de US\$ 45,05 por acción a la fecha más próxima de la valuación, el viernes 27 de enero de 2023.

Universidad de
San Andrés

6. Valuación de la compañía por múltiplos comparables

El enfoque más comúnmente utilizado para valorar empresas es el método de valuación por múltiplos comparables. A diferencia de las metodologías de valuación absoluta, como el flujo de fondos descontados, el modelo de valuación relativa compara el valor de los activos con los valores que el mercado asigna a activos con características similares.

Aunque el método de múltiplos comparables es más sencillo en términos de cálculos, es crucial realizar una selección adecuada de compañías comparables para el análisis. Cada múltiplo comparable se basa en variables fundamentales específicas, y la inclusión de empresas con características diferentes podría distorsionar el análisis. Por lo tanto, es de gran importancia asegurarse de seleccionar compañías comparables que sean relevantes y similares en términos de industria, tamaño, crecimiento y otros factores relevantes para obtener una valoración precisa.

En este análisis particular, se estudió a las compañías comparables: Costco Corp., Albertsons Companies, Walmart, Amazon y Target Corp, tal como se mencionó en el capítulo de análisis competitivo.

A continuación la tabla con los cálculos de los múltiplos de las principales compañías comparables de la industria del comercio minorista:

Tabla 33: Cálculo de múltiplos de empresas comparables de la industria del comercio minorista en Estados Unidos en el año 2022

	EV	EBIT	EBITDA	Ventas	EV/EBITDA
The Kroger Co.	51.719	4.126	7.091	148.258	7,29
Empresas Comparables					
Costco Corp.	230.571	7.793	9.693	226.954	23,79
Albertsons Companies	20.174	2.307	4.002	77.650	5,04
Walmart	416.449	20.428	31.373	611.289	13,27
Amazon	891.700	12.248	54.169	513.983	16,46
Target Corp	91.003	3.848	6.233	109.120	14,60
Promedio de los más equiparables					9,16
Promedio					14,63

Fuente: Elaboración propia con datos del 10 k de cada empresa y de Yahoo Finanzas

Una vez analizado los resultados de dichas compañías y su comparabilidad con la firma Kroger se eligió a las empresas más equiparables (en términos del negocio de supermercados, el ROA y margen operativo) para hallar el múltiplo a utilizar.

Tabla 34: Análisis de resultados recientes de las empresas más equiparables

	Margen Bruto	Margen Operativo	Margen Neto	Crecimiento de Ventas	ROE	ROA
The Kroger Co.	21,43%	2,78%	1,52%	5,03%	22,41%	8,31%
Empresas más equiparables						
Albertsons Companies	28,02%	2,97%	1,95%	-5,18%	65,30%	8,25%
Walmart	24,14%	3,28%	1,85%	6,73%	15,23%	8,39%
Promedio	26,08%	3,12%	1,90%	0,77%	40,27%	8,32%

Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters y de Yahoo Finanzas

En la tabla anterior se observa el índice de retorno sobre activos (ROA) y el margen operativo, se identifica una similitud entre las operaciones de Albertsons Companies y Walmart con las de Kroger. Dada esta afinidad y teniendo en cuenta que estas empresas participan en actividades similares y comparten riesgos comparables, fueron seleccionadas como las más adecuadas para ser comparadas con Kroger en términos de riesgo y rendimiento. Los cálculos de los múltiplos se llevaron a cabo utilizando los datos de estas empresas.

Las empresas Kroger, Albertsons Companies y Walmart comparten algunas similitudes debido a su presencia en la industria minorista y, más específicamente, en el sector de supermercados. Aquí hay algunas similitudes comunes entre estas empresas:

- Operaciones de supermercado: Las tres empresas son reconocidas cadenas de supermercados que ofrecen una amplia variedad de productos de consumo básico, como alimentos, productos de limpieza, artículos para el hogar y productos farmacéuticos.
- Presencia nacional: Kroger, Albertsons Companies y Walmart tienen una amplia presencia a nivel nacional en Estados Unidos. Cuentan con numerosas tiendas y supermercados en todo el país, lo que les permite atender una amplia base de clientes.
- Diversificación de formatos: Estas empresas operan en diferentes formatos de supermercados para adaptarse a las preferencias y necesidades de los consumidores. Además de los supermercados tradicionales, también tienen supermercados de descuento, tiendas de conveniencia y opciones de venta en línea.
- Marcas privadas: Las tres compañías han desarrollado marcas privadas que ofrecen una variedad de productos bajo su propia etiqueta. Estas marcas privadas suelen ofrecer una relación calidad-precio competitivo y son una parte importante de la estrategia de marketing y ventas de las empresas.

Si bien estas empresas comparten similitudes en términos de su presencia en el sector minorista de supermercados, también existen diferencias en cuanto a su tamaño, enfoques estratégicos, alcance geográfico y la forma en que operan. Cada una de ellas tiene su propia identidad y estrategias específicas para satisfacer las necesidades de sus clientes y competir en el mercado.

A continuación la tabla con el promedio de múltiplos de las empresas más equiparables con Kroger, compañías comparables de la industria del comercio minorista:

Tabla 35: Promedio de múltiplos de las empresas más equiparables a Kroger

	EV	EBIT	EBITDA	Ventas	EV/EBITDA
The Kroger Co.	51.719	4.126	7.091	148.258	7,29x
Empresas Comparables					
Albertsons Companies	20.174	2.307	4.002	77.650	5,04x
Walmart	416.449	20.428	31.373	611.289	13,27x
Promedio					9,16x

Fuente: Elaboración propia con datos del 10 k de cada empresa y de Yahoo Finanzas

El múltiplo utilizado para este análisis es el múltiplo EV/EBITDA que surge del cociente entre el valor de la firma (Enterprise Value, EV por sus siglas en inglés) y el EBITDA (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización). Se trata de un múltiplo ampliamente utilizado en el mercado que permite comparar distintas estructuras de capital.

Se calculó el múltiplo mediante el promedio de las compañías más equiparables arrojando un múltiplo de 9,16x. Por lo tanto, se eligió un rango del múltiplo de EV/EBITDA para Kroger entre los valores de 8x y 10x.

Se realizaron variaciones del EBITDA en un 5%, y variaciones del múltiplo EV/EBITDA en 0,5x. Con estos datos, se realizó el cálculo del valor de la compañía total para cada uno de los escenarios y se obtuvieron los siguientes resultados:

Tabla 36: Sensibilización del múltiplo EV/EBITDA

		Enterprise Value				
		Múltiplo EV/EBITDA				
		8,0x	8,5x	9,0x	9,5x	10,0x
EBITDA millones de US\$	6.400	51.197	54.397	57.597	60.796	63.996
	6.736	53.892	57.260	60.628	63.996	67.365
	7.091	56.728	60.274	63.819	67.365	70.910
	7.446	59.564	63.287	67.010	70.733	74.456
	7.818	62.543	66.452	70.360	74.269	78.178

Precio por Acción

		Múltiplo EV/EBITDA				
		8,0x	8,5x	9,0x	9,5x	10,0x
EBITDA millones de US\$	6.400	44,32	48,78	53,24	57,70	62,16
	6.736	48,08	52,77	57,47	62,16	66,86
	7.091	52,03	56,97	61,91	66,86	71,80
	7.446	55,98	61,17	66,36	71,55	76,74
	7.818	60,14	65,58	71,03	76,48	81,93

Fuente: Elaboración propia

Considerando la sensibilización se observa que el valor de la compañía oscila entre US\$ 60.274 y US\$ 67.365 millones. El precio por acción se debería situar en un rango de US\$ 56,97 y US\$ 66,86. Estos valores reflejan las diferentes valoraciones por acción resultantes de las variaciones en el múltiplo y el EBITDA considerados en el análisis de sensibilidad.



Conclusión

Kroger es una compañía estadounidense de supermercados con una larga historia y una presencia significativa en la industria. La empresa se enfoca en ofrecer una amplia variedad de productos alimenticios y artículos para el hogar, tanto en sus tiendas físicas como a través de sus plataformas de comercio electrónico. Kroger ha realizado esfuerzos constantes para adaptarse a las cambiantes preferencias y necesidades de los consumidores. Su enfoque en la calidad, innovación y satisfacción del cliente lo mantiene con una posición sólida en su mercado.

En términos de crecimiento, Kroger ha mostrado una evolución estable a lo largo del tiempo. El CAGR del período fiscal del año 2018 al 2022 es de 5,03%, lo que indica un ritmo de crecimiento estable, debido a que Kroger es un negocio maduro y constante.

En términos de ratios específicos, en el año 2022 Kroger registró un SSS de 5,60%, lo que indica un crecimiento positivo en comparación con el año anterior. Además, la empresa obtuvo un ROE del 22,41%, lo cual refleja la eficiencia en la generación de ganancias en relación con el capital invertido. Por otro lado, el ROA fue del 8,31%, lo que muestra la capacidad de la empresa para utilizar eficientemente sus activos en la generación de beneficios. Estos ratios demuestran un desempeño financiero sólido por parte de Kroger en el año 2022.

La valuación FFD muestra un valor de acción de US\$ 54,02, superior al precio de mercado de US\$ 45,05, lo que podría indicar expectativas de menor crecimiento futuro o mayor riesgo que el modelo de valoración. Eventos de 2022, como la inflación y las tasas de interés, pueden explicar parte de la diferencia entre los flujos de fondos y el valor de mercado, influyendo en la valoración de activos financieros. Por otra parte, a través de valuación por múltiplos de EV/EBITDA el rango de precios se ubicó entre US\$ 56,97 y US\$ 66,86.

Del análisis se concluye que el valor de las acciones basado en los flujos futuros esperados de la presente valuación es de US\$ 54,02, con un escenario pesimista de US\$ 38,5 y un escenario positivo de US\$ 73,44. Es importante considerar estos rangos de precios y el contexto del mercado al tomar decisiones de inversión.

Tabla 37: Resultados de la valuación

Resultados por Valuación DCF			Resultados por Valuación por Múltiplos	Precio de mercado
Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista	EV/EBITDA	
US\$ 38,5	US\$ 54,02	US\$ 73,44	US\$ 56,97 - US\$ 66,86	US\$ 45,05

Fuente: Elaboración propia

Bibliografía

Libros y publicaciones académicas

- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., Soria, L. N., & Izquierdo, M. Á. F. (2015). *Principios de finanzas corporativas*. México: McGraw-Hill.
- Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice*. International Edition, Willey, New York.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (1999). *Estimating risk free rates*. WP, Stern School of Business, New York.
- Damodaran, A. *Online Database: Historical Returns: Stocks, T. Bonds & T. Bills With Premiums*.
- Fernández, P. (1999). *Introducción a la valoración de empresas por el método de múltiplos*. Universidad de Navarra - IESE Business School.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Universidad de Navarra - IESE Business School.

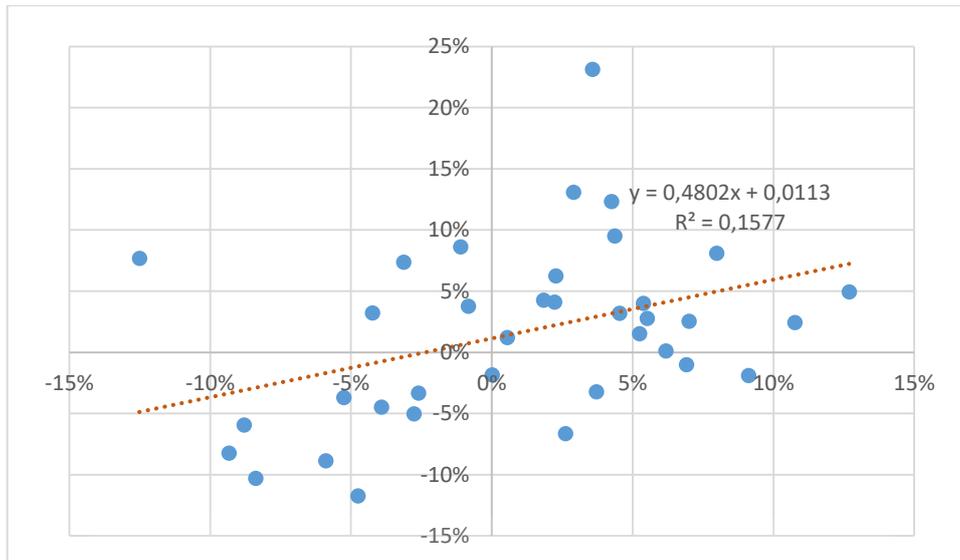
Reportes y sitios de la web

- Albertsons Companies, Inc., Annual Report 2022, 25 de febrero de 2023
- Amazon.com, Inc., Annual Report 2022, 31 de diciembre de 2022
- Banco Mundial. <https://data.worldbank.org/>
- Business Yield. <https://businessyield.com/es/terms/fortune-100-list-of-companies/>
- Costco Wholesale Corporation, Annual Report 2022, 28 de agosto de 2022
- Damodaran, A. (2022). Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills: 1928-2022. <https://pages.stern.nyu.edu>
- Datosmacro.com. <https://datosmacro.expansion.com/demografia/>
- Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/>
- Finrange. <https://finrange.com/ar/company/NYSE/KR>
- FMI. <https://www.imf.org/>
- Investing.com. <https://es.investing.com/>
- Kroger Co., Annual Report 2018, 02 de febrero de 2019.
- Kroger Co., Annual Report 2019, 01 de febrero de 2020.

- Kroger Co., Annual Report 2020, 30 de enero de 2021.
- Kroger Co., Annual Report 2021, 29 de enero de 2022.
- Kroger Co., Annual Report 2022, 28 de enero de 2023.
- Libro de hechos de Kroger del 2021
- Mba Skool. <https://www.mbaskool.com/five-forces-analysis/companies/18326-kroger.html>
- National Retail Federation. <https://nrf.com/>
- Ocado Group. <https://ocadogroup.com/>
- Path to Purchase Institute. <https://p2pi.com/about-us>
- Prospecto Suplemento al Prospecto de fecha 20 de diciembre de 2007. Emisión de bonos Presentado de conformidad con la Regla 424(b)(5) a la SEC
- Reuters. <https://eikon.thomsonreuters.com/index.html>
- Riquelme Leiva, M. <https://www.analisisfoda.com/>
- Statista. <https://www.statista.com/>
- Target Corporation, Annual Report 2022, 28 de enero de 2023
- Tesoro de los Estados Unidos. <https://www.treasury.gov/>
- The Kroger Co. <https://www.thekrogerco.com/>
- U. S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/>
- Walmart Inc., Annual Report 2022, 31 de enero de 2023
- Yahoo Finance. <https://finance.yahoo.com/>

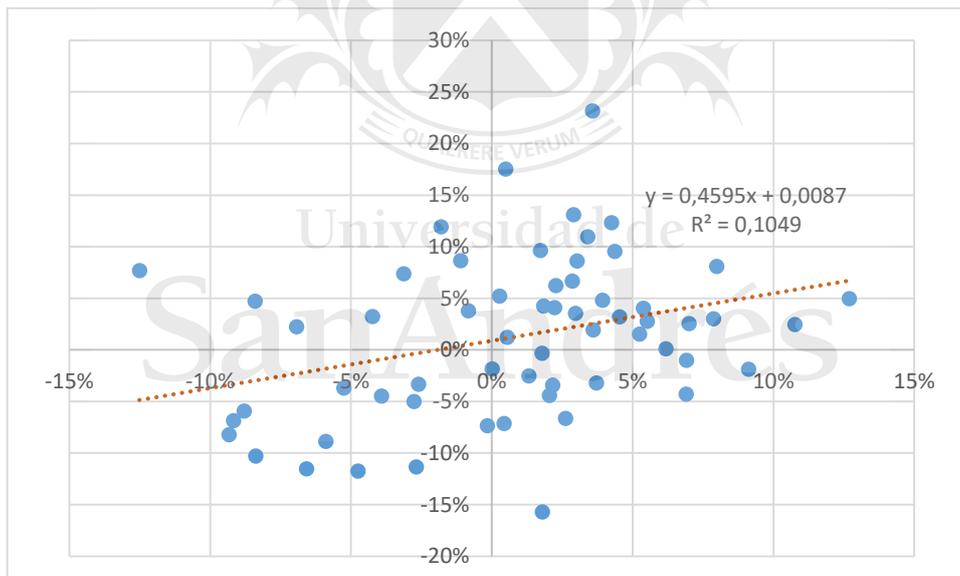
Apéndice- Regresión Beta a 3, 5 y 10 años de Kroger Co. vs S&P 500

Gráfico 22: Regresión Beta a 3 años de Kroger Co. vs S&P 500



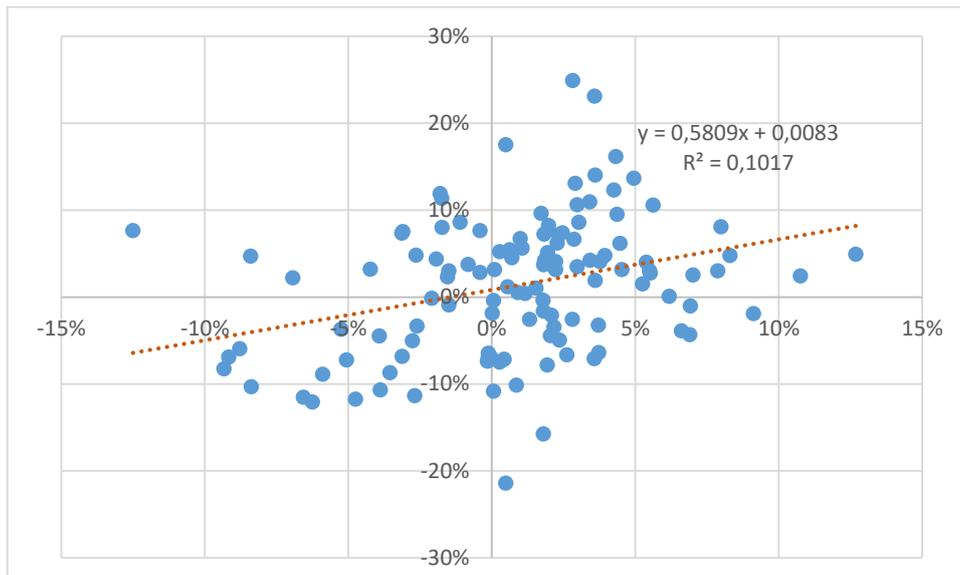
Fuente: Elaboración propia con datos de Investing.com

Gráfico 23: Regresión Beta a 5 años de Kroger Co. vs S&P 500



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing.com

Gráfico 24: Regresión Beta a 10 años de Kroger Co. vs S&P 500



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing.com



Universidad de
San Andrés