



**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Administración y Negocios**

**Magister en Finanzas**

**Valuación L'Oréal.**

**Autora: Estefanía Oyhenart**

**DNI: 36.397.439**

**Director de Trabajo Final de Graduación: Mba. Javier Epstein**

Ciudad de Buenos Aires, 31 de diciembre de 2021.

## INDICE

1. Glosario.....	4
2. Resumen Ejecutivo.....	6
3. Descripción del Negocio .....	8
3.1. Historia de la compañía .....	8
3.2. Evolución de ventas y EBIT de la firma.....	9
3.3 Segmentación y ventas por división.....	11
3.4 EBIT por división 2021.....	13
3.5 Evolución de ventas por región.....	13
3.6 Capital accionario.....	18
3.7 Sustentabilidad.....	21
4. Análisis de la Industria .....	22
4.1 El mercado global de la industria cosmética.....	22
4.2 Análisis de la Industria cosmética por división.....	24
4.3 Análisis de la Industria cosmética por región.....	24
4.4 Cuota de mercado de L'Oréal.....	28
4.5 Tendencias del mercado.....	29
5. Análisis Financiero.....	31
5.1. Indicadores de rentabilidad.....	31
5.2. Indicadores crediticios .....	38
5.3 Comparación de indicadores con competidores de la industria.....	42
5.4 Estado de Resultados .....	44
5.5. Capital de Trabajo .....	45
6. Valuación por Flujo de Fondos Descontados.....	47
6.1. Consideraciones preliminares.....	47
6.2. Flujo de fondos disponible para la firma .....	48

6.2.1 Crecimiento de ventas.....	48
6.2.2 Márgenes operativos.....	51
6.2.3 Bienes de capital (CAPEX).....	52
6.2.4 Depreciaciones y amortizaciones.....	53
6.2.5 Capital de trabajo.....	54
6.2.6 Impuestos.....	55
6.3. Tasa de descuento .....	55
6.3.1 Costo de capital (ke).....	56
6.3.2 Costo de la deuda (kd).....	60
6.3.3 Estructura de capital.....	60
6.3.4 Costo promedio ponderado del capital (WACC).....	60
6.4. Valor terminal.....	61
6.5. Resultado de la valuación por DCF .....	63
7. Valuación relativa: por múltiplos de empresas comparables .....	65
8. Conclusiones.....	68
9. Bibliografía.....	69
9.1. Bibliografía Académica .....	69
9.2. Informes y Sitios Web.....	69
10. Anexos.....	71
10.1 Anexo 1 - Proyecciones EBIT por región .....	71
10.2 Anexo 2 - Valor de la firma – Escenario base.....	72
10.3 Anexo 3 - Valor de la firma – Escenario optimista.....	72
10.4 Anexo 4 - Valor de la firma – Escenario pesimista.....	73
10.4 Anexo 5 - Información financiera de L´Oréal.....	73

## 1. Glosario

**I+D:** Investigación y desarrollo. se aplica a los departamentos de investigación públicos o privados encaminados al desarrollo de nuevos productos o la mejora de los existentes por medio de la investigación científica.

**USD:** código ISO 4217 para el dólar estadounidense. Es la moneda de curso legal de Estados Unidos (y de otros países y dependencias).

**EUR:** código ISO 4217 para el euro. Es la moneda de curso legal de países de Europa.

**WACC:** en ingles weigtghted average cost of capital. En castellano costo promedio ponderado del capital.

**Kd:** costo de la deuda. Es el costo que debe asumir una empresa al tomar deuda financiera, y está expresado como una tasa de interés

**Ke:** costo del capital propio o costo del equity. Es la tasa de retorno requerida por los accionistas de una firma.

**EBITDA:** en inglés earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. En castellano ingresos antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

**EV:** del inglés, Enterprise Value. Es el valor total de una empresa.

**DCF:** del inglés, Discounted Cash Flow. Significa Flujo de Fondos Descontados. Es un método de valuación mediante el cual se puede estimar el valor de un proyecto o empresa a través del descuento de un flujo futuro de fondos.

**EBIT:** en inglés, earnings before interests and taxes. En castellano ganancias antes de intereses e impuestos.

**COVID-19:** enfermedad por coronavirus 2019. Es una enfermedad infecciosa causada por el SARS-CoV-2.

**CAPEX:** en inglés, capital expenditures. Son inversiones de capital.

**CAPM:** del inglés, Capital Asset Pricing Model. Es un modelo de valuación de activos, desarrollado por Litner y Sharpe, que permite estimar el rendimiento requerido de un activo financiero.

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

**Market Share:** en castellano cuota de mercado. Proporción de mercado que consume los productos o servicios de una empresa determinada.

**Management:** dirección de la empresa

**ROA:** en inglés, return on assets. Significa retorno sobre los activos totales. Se calcula como el cociente entre el EBIT y el total de activos (EBIT/Total Activos).

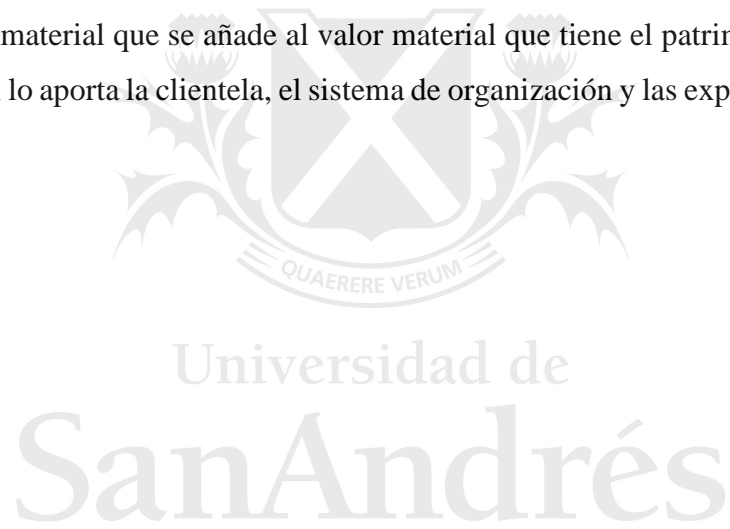
**ROE:** en inglés, return on equity. Significa retorno sobre capital o patrimonio neto. Se calcula como el cociente entre la ganancia neta de la compañía y su patrimonio neto (Ganancia Neta/Patrimonio Neto).

**PN:** patrimonio neto de una compañía.

**Yield to maturity:** es la tasa interna de retorno teórica que paga un activo que se adquiere hoy, suponiendo que se mantenga dicho activo hasta el vencimiento.

**CAGR:** en inglés, compound average growth rate, significa tasa promedio de crecimiento anual compuesta.

**Goodwill:** activo inmaterial que se añade al valor material que tiene el patrimonio de la empresa. Ese valor inmaterial lo aporta la clientela, el sistema de organización y las expectativas de negocio.



## 2. Resumen ejecutivo

L'Oréal es una compañía francesa dedicada a la fabricación y comercialización de productos de cosmética. Su sede central se encuentra en París. Sin embargo posee fábricas y centros de Investigación y Desarrollo en todo el mundo. Esto se debe a que grandes porcentajes de su producción se venden a otros países. Además se logra eficientizar la logística y poder hacer productos a medida, según las características de las diferentes poblaciones.

El trabajo de valuación inicia con un breve paso por la historia de la compañía y una descripción del negocio a través de los años. Su crecimiento y diversificación de productos hasta llegar a las más de 35 marcas y 4 divisiones, que hoy posee. En un segundo paso analizaremos a la industria en general, las principales marcas de la competencia y la porción de mercado con la que cada una cuenta. En un siguiente apartado vamos a introducirnos en el análisis de la estructura financiera de L'Oréal, analizando algunos ratios que nos brindarán información esencial para la valuación de la firma. También entenderemos la solvencia de la empresa, y sus posibilidades de crecimiento.

Finalmente calcularemos el valor del capital accionario de L'Oréal al 31 de diciembre del 2021 a través de la metodología de Flujo de Fondos Descontados. Análisis que compararemos con la valuación a través de múltiplos entre empresas comparables. Las compañías que utilizaremos para este fin son firmas de la industria con resultados y gestiones similares a las de L'Oréal, a modo nomenclativo serán Procter & Gamble, Estée Lauder y Unilever.

Para calcular el valor de nuestro grupo, proyectaremos los flujos de fondos disponibles para la firma, y los descontaremos a una tasa llamada WACC, cuya apertura y elementos mostraremos en el apartado de valuación.

Las acciones en circulación para el momento del cálculo ascienden a 557.672.360.

El resultado obtenido a través de este método es de EUR 328 por acción, lo que implica USD 371,3 por acción, utilizado un tipo de cambio obtenido del mercado de 1,132 EUR/USD.

El precio de mercado de las acciones de L'Oréal para el 31/12/2021 es de EUR 416,95 por acción y USD 471,98 por acción. Podemos observar que las expectativas de mercado son mayores a lo obtenido a través de nuestra valuación.

Es por esto por lo que es importante realizar diferentes escenarios, con distintas proyecciones de crecimiento (siempre dentro de los parámetros de nuestro análisis). A través de esto obtuvimos,

en una interpretación más pesimista, un precio de la acción en EUR 297 por acción y USD 336 por acción. Y en un análisis de variables optimista un valor de EUR 364 y USD 412.

Para finalizar el trabajo utilizamos el método de valuación por múltiplos. En este caso calculamos el ratio EV/EBITDA (valor de la empresa / resultado antes de impuestos, intereses, amortizaciones y depreciaciones). A través del múltiplo obtenido por empresas comparables, el valor por acción de L'Oréal nos da menor al calculado a través de Flujos de Fondos Descontados. El valor arrojado fue de EUR 296 por acción y USD 335 por acción.



### **3. Descripción del negocio**

#### **3.1 La historia**

El término cosmética proviene del griego y significa “que se utiliza para la higiene o belleza del cuerpo, especialmente del rostro”.

La empresa inició su actividad en el año 1909 en Francia. Pero luego extiende sus ventas a Austria, Holanda e Italia en el año 1912. En sus inicios, comenzó con la venta de productos de tintura para el cabello. Después de ocho años ya había introducido su negocio en 17 países.

Le Grand L'Oréal se consolida entre 1957 y 1983 bajo la dirección de Dalle, período en el que comenzaron las adquisiciones estratégicas de otras marcas. Esta etapa también fue de gran crecimiento en el abanico de productos de la empresa, donde se desarrolló el análisis de la industria cosmética.

En 1984 Charles Zviak, un pionero en investigación y desarrollo sucede a Dalle. Entre dicho año y el 1987 la empresa se enfocó en grandes inversiones en el campo de la investigación.

Entre el 1988 y 2005 bajo el mandato de Owen-Jones, L'Oréal pasa a convertirse el en líder de productos cosméticos en Francia.

Mas tarde, en 2006, quien será el presidente de la compañía es Jean Paul Agon, quien estaría en ese puesto hasta el año 2020.

Actualmente el director de la empresa es Nicolas Hieronimus, quien está vinculado con la empresa desde el año 1987.

Durante todos estos años la empresa fue creciendo a gran escala, hasta llegar a tener 85.400 empleados en la actualidad. Hoy en día posee el 13% del market share global, vendiendo sus productos en 150 países.

En la actualidad la casa central se encuentra en Burgos – Francia. Tiene 43 fábricas en todo el mundo, y 71 centros de distribución.

Desde el 2006 con la empresa al mando de Agon, se puso el foco no solo en la expansión territorial y lograr estar presente en los 5 continentes, sino también se centró en la expansión de los productos que ofrece. En ese período se convirtió en una empresa que cuenta con más de 36 marcas, distribuidas en 4 divisiones. Con esto se busca lograr una diversificación, dado que cada una de éstas está enfocada en cuatro segmentos bien específicos del mercado.



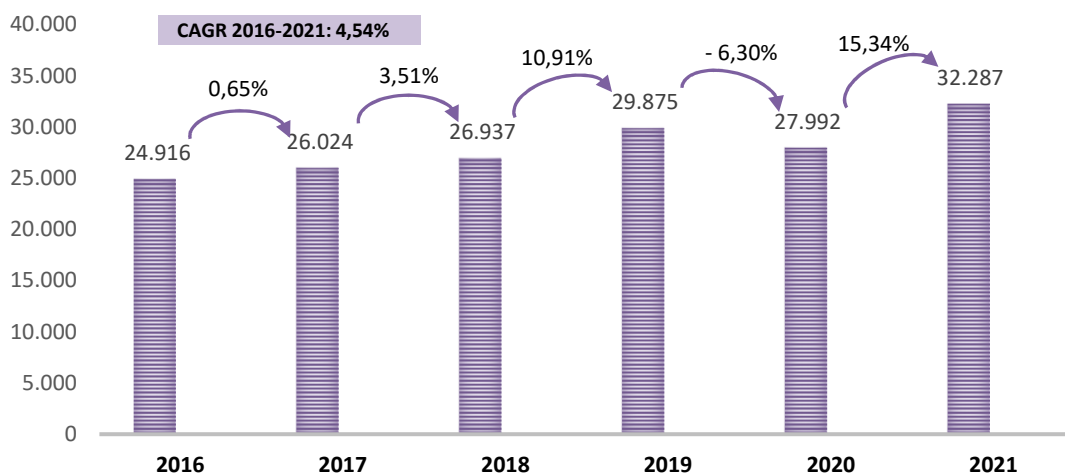
### 3.2 Evolución de ventas y EBIT de la firma

Actualmente la empresa se encuentra en 150 países, lo cual es un indicador de su amplitud y llegada al público a través de su política de universalización con su operatoria descentralizada.

También lo hacen produciendo cosméticos a nivel local. Cuentan con unidades de Investigación y Desarrollo (21 en total), y Marketing en sus mercado estratégicos, como por ejemplo Estados Unidos, Japón, Brasil y China. De esta manera se facilita la distribución, y se lograr crear productos según ese mercado en particular, sin que sean estandarizados.

Para lograr llegar a todos esos países y diversos establecimientos, la empresa le da una especial importancia a sus canales de distribución, logrando una gran diversificación de estos. Por un lado la venta directa, a través de medios de comunicación (marketing directo), o en su propias tiendas, como L'Oréal Paris o Maybeline. Por otro lado través de canales minoristas, intermediando con supermercados, farmacias, perfumerías y peluquerías. Y también a través de la venta mayorista. Además en los últimos años se generó un gran impulso por las ventas directas online. L'Oréal cuenta con capacitadores en línea, además de aplicaciones que simulan como quedaría cada producto en el rostro. Gracias al incremento tecnológico implementado y el Covid19, en el año 2020 hubo un gran aumento de las ventas online. De hecho, más de un cuarto de las ventas de la empresa fueron realizadas por este medio.

*Gráfico 1 - Evolución de las ventas históricas de la firma (2016-2021)*  
(Millones de EUR)



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal 2016-2021

Como podemos observar hay un crecimiento de las ventas sostenido a través de los años. Sin embargo, por lo explicado anteriormente, en 2020 las mismas disminuyeron a EUR 27.992. Principalmente, la mayor caída en 2020 se dio por problemas en distribución, y por el cierre de peluquerías (afectando mucho a la división profesional). Este problema no existe en 2021 habiendo obtenido ventas de EUR 32.200 en los mercados más significativos, y además el aumento de la venta digital sigue siendo uno de los proyectos a seguir desarrollando, dado su aumento exponencial en el último tiempo.

Es por esto por lo que especificamos la evolución por continente en el período 2020/2021, ya que muestra la recuperación de éstas. Y cómo efectivamente se vieron afectadas por el Covid19 como consecuencia de la imposibilidad de distribución de los productos.

Según indica la junta de directores: *“2021 fue un año histórico para L'Oréal. El Grupo logró un crecimiento récord del +15,6%, el doble que el mercado mundial de la belleza”*. El management indica que, a pesar de que la recuperación con respecto al año anterior era esperada, ésta superó las expectativas y sobre todo a la industria en general, a lo que nos referiremos más adelante.

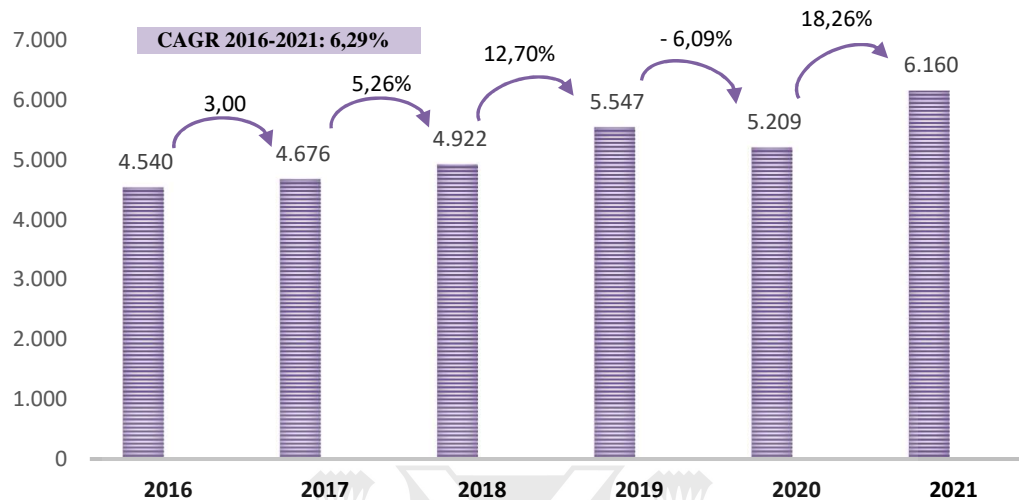
Aunque durante el 2020 se enfocaron en el canal digital con la finalidad de evitar una caída tan abrupta de las ventas, en 2021 se continuó incentivando el su crecimiento a través de canales digitales. Lo cual actualmente representa el 28,9% de las ventas.

Otro aspecto para destacar es que es una empresa cuenta con 497 patentes registradas, por lo que la consolidación de estas le permitió lograr economía de escala alcanzando una buena relación precio-calidad de sus productos.

En el año 2020, como consecuencia del Covid19, el EBIT disminuyó un 6%. Sin embargo notamos una gran recuperación en el año 2021, por un importante aumento de ventas expresado anteriormente. Tal es así que el EBIT con respecto a las ventas del año 2020 fue del 18,6%, mientras que en el 2021 del 19,1%.

De todos modos, en el 2021, según indica la alta dirección de la compañía y podemos identificar en los estados contables de la compañía, se aumentó el gasto de publicidad y promoción en 190 puntos básicos, dado que considera esto una política fundamental para alcanzar los productos cada vez a más mercados

*Gráfico 2 - Evolución de las EBIT histórico de la firma (2016-2021)*  
(Millones de EUR)



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal 2016-2021

### 3.3 Segmentación y ventas por división

En primer lugar encontramos la división de **productos de consumo**. Que está integrada por las siguientes marcas: L'Oréal, Garnier, Maybelline, NYX, Stylenanda, Essie, Dar kan lovely, Mixa y MG.

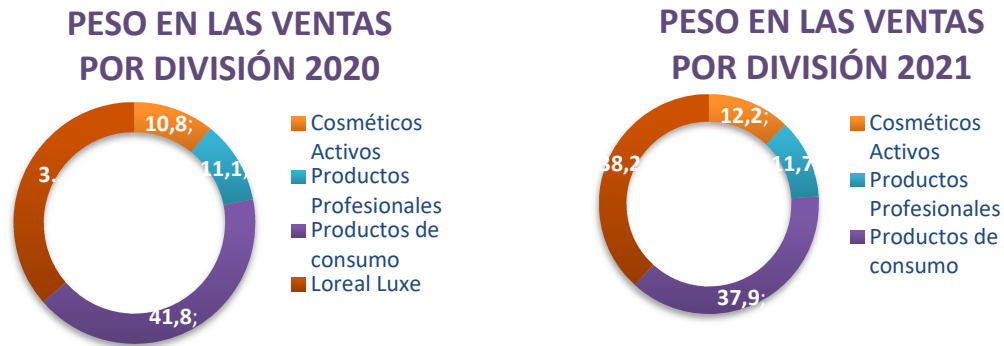
La segunda división es la de **L'Oréal luxe**, compuesta por: Lancome, Kiehl's, Armani, Yves Saint Laurent, Biotherm, HR, Shu Uemura, IT cosmetics, Urban Decay, Ralph Lauren, Mugler, Viktor Rolf, Valentino, Azzaro, Diesel, Atelier Cologne, Prada, Clarisonic

En tercer lugar está la línea de **productos profesionales**. Llegando al mercado a través de L'Oréal, Kerastase, Redken, Matrix y Pureology.

Finalmente la unidad de **cosméticos activos**, con La Roche Posay, Vichy, CeraVe, Skin Ceuticals.

Los productos de la compañía se encuentran en una amplia variedad de canales de distribución, desde peluquerías y perfumerías hasta hipermercados y supermercados, establecimientos de salud / belleza, farmacias y por correo.

Gráfico 3 - Comparación de ventas por división 2020-2021



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal 2021

Según todas las proyecciones de los especialistas, la importancia que los consumidores le dan al cuidado de la piel aumenta año tras año. Es por esto por lo que L'Oréal tiene un foco muy importante puesto en generar una relación cada vez más sólida con los profesionales de la salud. Como resultado, la sección de cosmética activa fue la que tuvo un mayor crecimiento con relación al 2020, logrando un incremento del 30%. Específicamente la marca más destacada fue La Roche-Posay.

En un segundo lugar la división de productos profesionales creció un 22%. Por supuesto la apertura en el 2021 de los salones de belleza y peluquerías implicó un salto en las ventas con respecto al 2020.

Por su parte, la sección de L'Oréal luxe tuvo un crecimiento similar del 21,3%. Como dijimos anteriormente, es un sector que confirmó su recuperación con creces. Principalmente en sus marcas de Lancome y en el segmento de fragancias. También hay que destacar, que el aumento de la venta digital le generó un gran beneficio.

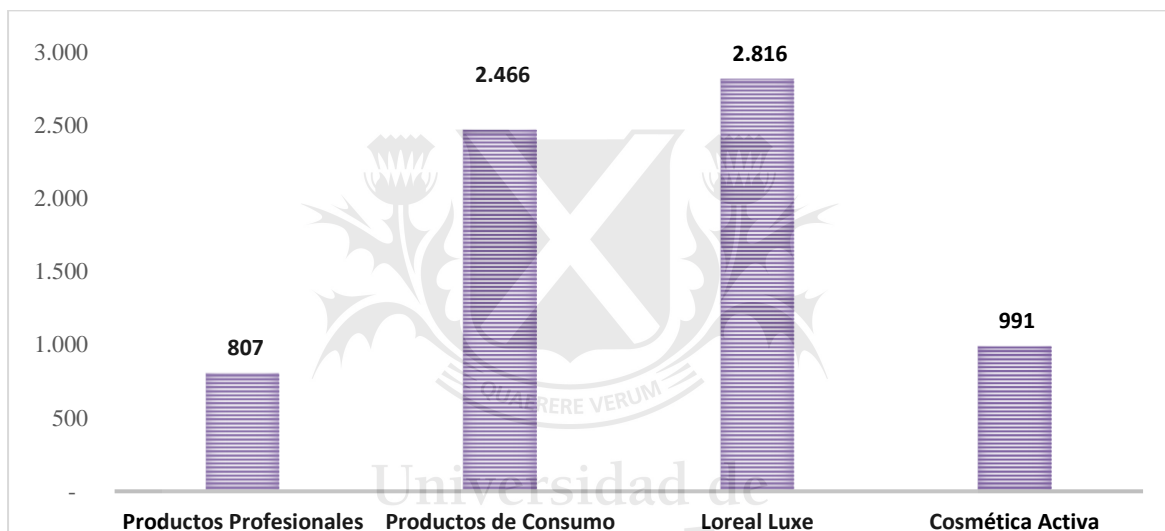
Por último, la cuarta división que en su crecimiento fue la de productos de consumo. En este caso hablamos de un 4,5%. Como ya expusimos, la cantidades vendidas aumentaron en una buena proporción, sin embargo los márgenes unitarios son menos significativos, y por lo tanto tienen menor implicancia en el crecimiento total de las ventas.

### 3.4 EBIT por división en 2021

Con respecto a las diferentes divisiones L'Oréal Luxe se convirtió en la división más grande del Grupo, con un éxito notable en fragancias, mientras que la División de Productos de Consumo, la división más grande por volumen, fortaleció su posición, con un desempeño notable en el maquillaje.

*Gráfico 4 - EBIT por división 2021*

*(Millones de EUR)*



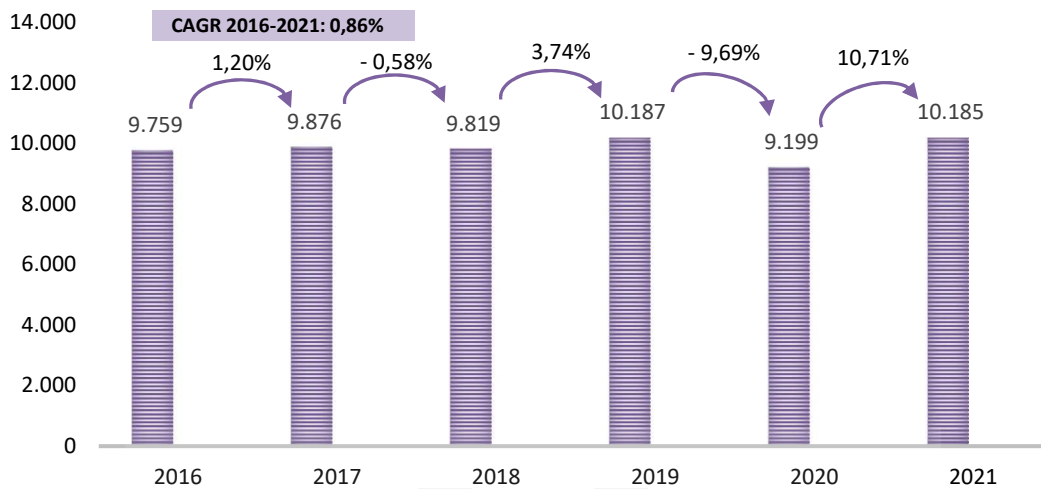
*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal 2021*

### 3.5 Evolución de ventas por región

Con respecto a las diferentes regiones donde se distribuyen los productos, desde 2016 notaremos que dos de las áreas de mayores ventas de L'Oréal están determinadas por Europa y América del Norte. Desde ese año en adelante, se mantiene una estabilidad en ambos sectores. Sin notarse grandes incrementos, pero sí, manteniendo su participación de mercado.

**Gráfico 5 - Evolución de las ventas históricas L'Oréal en Europa (2016-2021)**

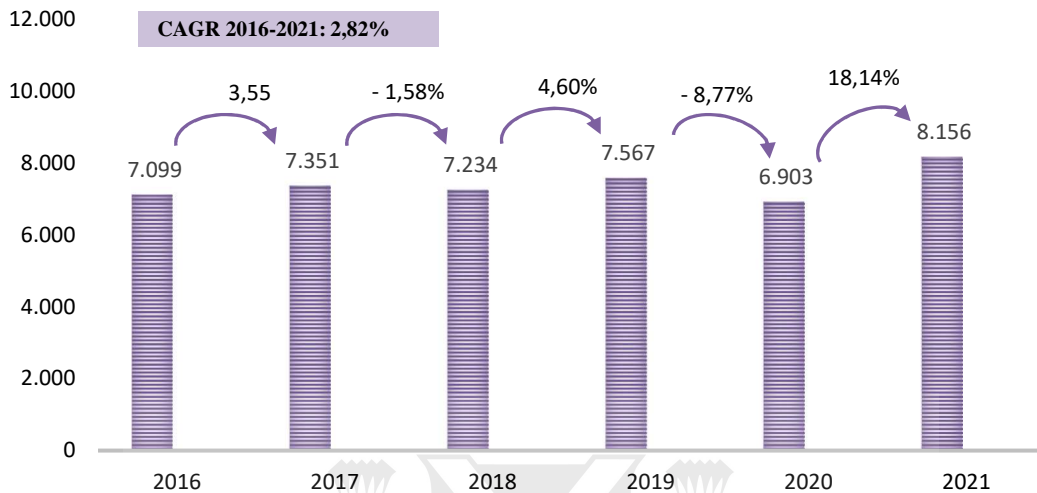
(Millones de EUR)



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal 2016 a 2021

En el caso de América del Norte en 2021 vemos una recuperación que supera los niveles del 2019. Según indica la dirección de la empresa L'Oréal superó al mercado. El cuidado de la piel y las fragancias superaron con creces los resultados de 2019, mientras que el cuidado del cabello y el maquillaje continuaron mejorando. Las ventas fuera de línea volvieron a crecer y el comercio electrónico se duplicó con creces en comparación con 2019. También expresaron que luego de la apertura de los mercados, se generó un aumento significativo en las ventas de fragancias y maquillaje. En este último caso específicamente a través de nuevos productos como *Sky High Mascara (Maybelline)* y *Polvo Infalible (L'Oréal Paris)*. En ambos segmentos, dentro de esta región superó al mercado.

*Gráfico 6 - Evolución de las ventas históricas L'Oréal en América del Norte (2016-2021)*  
(Millones de EUR)

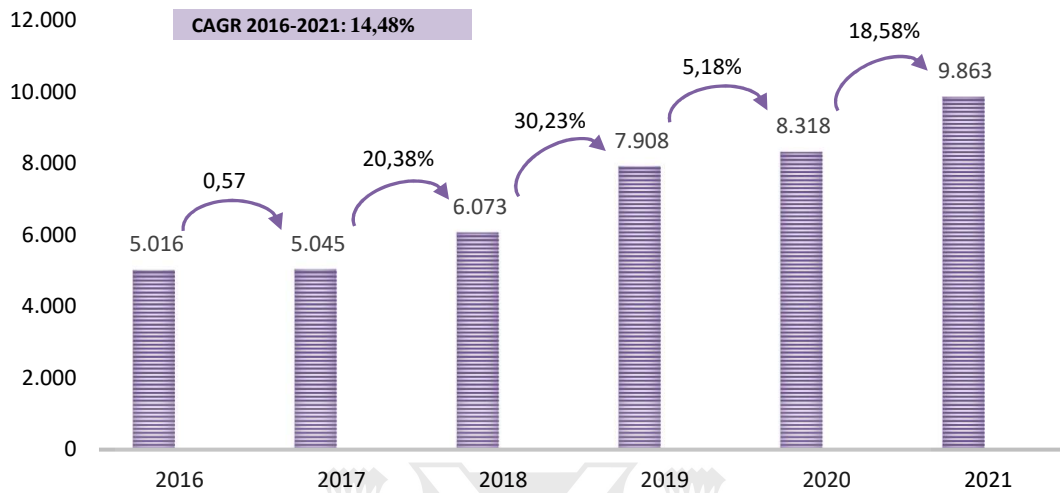


*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal 2016 a 2021*

La región que a través de los años fue tomando más preponderancia para la firma, es la de Asia del Norte. No porque sea la que contiene la mayor cantidad de ventas, sino porque es el que mayor crecimiento sostenido que ha tenido a través del tiempo. Sobre todos en los últimos tres años, donde superó lo realizado en Estados Unidos. Esto queda demostrado ya que es la única región que tuvo un incremento de ventas durante el 2020.

En esta zona el crecimiento está directamente relacionado con las ventas en línea.

*Gráfico 7 - Evolución de las ventas históricas L'Oréal en Asia del Norte (2016-2021)*  
(Millones de EUR)



*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal 2016 a 2021*

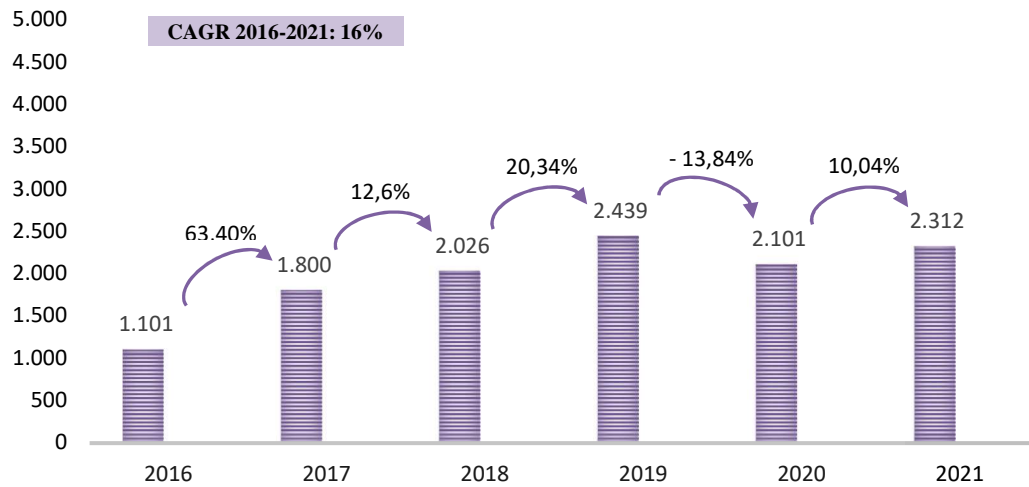
Finalmente las regiones a las que menos llegada tiene L'Oréal son el Sudeste Asiático y América Latina. Esto se debe principalmente a que son las áreas en las que el consumo de la industria en general es menor. Pero también hay que remarcar que son las zonas donde menos market share tiene L'Oréal, siendo en ambos casos del 11%, mientras que en Europa, que es donde mayor participación tiene, es del 20%.

Es importante aclarar que la primer región nombrada, tuvo un rebrote de Covid19 durante el tercer trimestre del 2021, lo que generó un nuevo cierre de los mercados, y por lo tanto, no obtuvo la recuperación que venía teniendo.

Si nos referimos a América Latina, L'Oreal registró un fuerte crecimiento de dos dígitos en todas las Divisiones y todos los países, encabezados por Chile, México y Brasil en 2021.

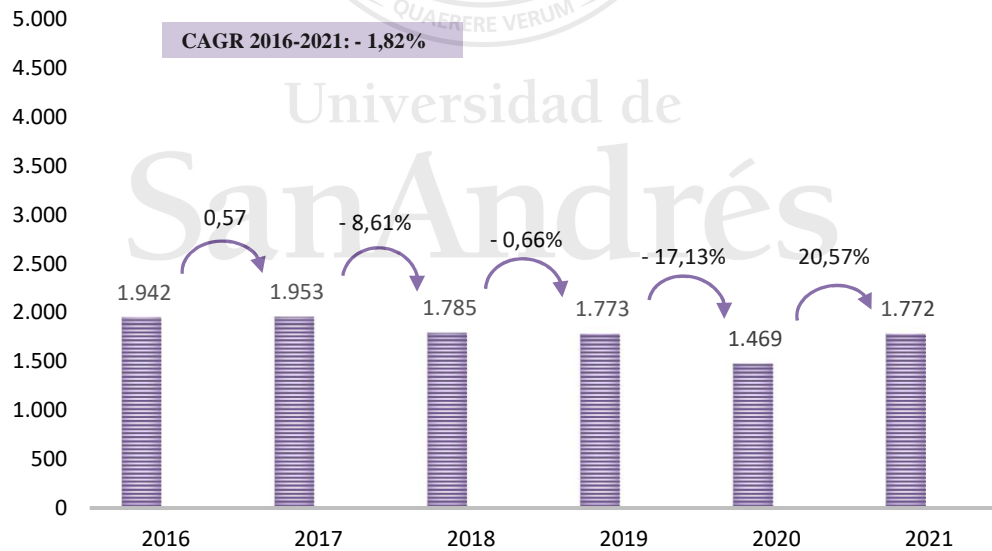


**Gráfico 8 - Evolución de las ventas históricas L'Oréal en Sudeste Asiático (2016-2021)**  
(Millones de EUR)



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal 2016 a 2021

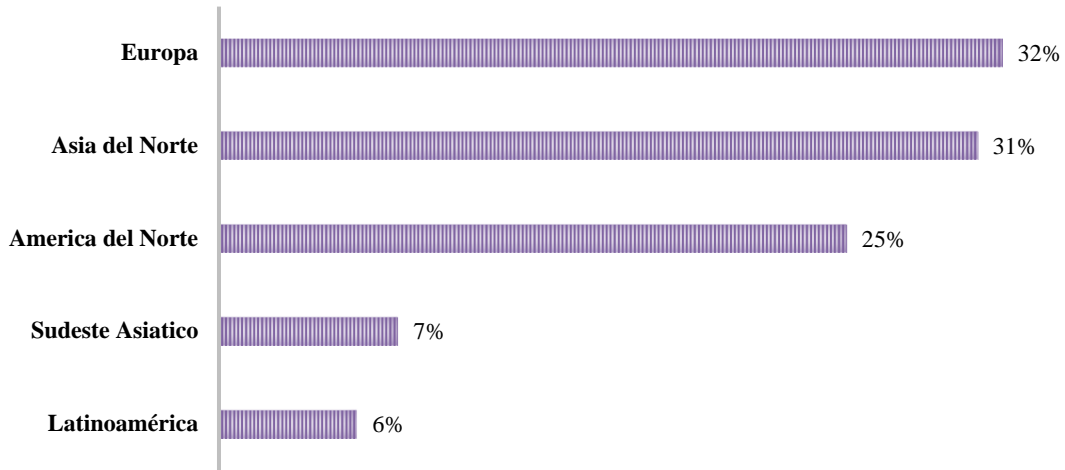
**Gráfico 9 - Evolución de las ventas históricas L'Oréal en Latinoamérica (2016-2021)**  
(Millones de EUR)



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal 2016 a 2021.

A continuación veremos de modo porcentual, las ventas por región durante el 2021, para poder identificar en un solo gráfico la distribución de estas.

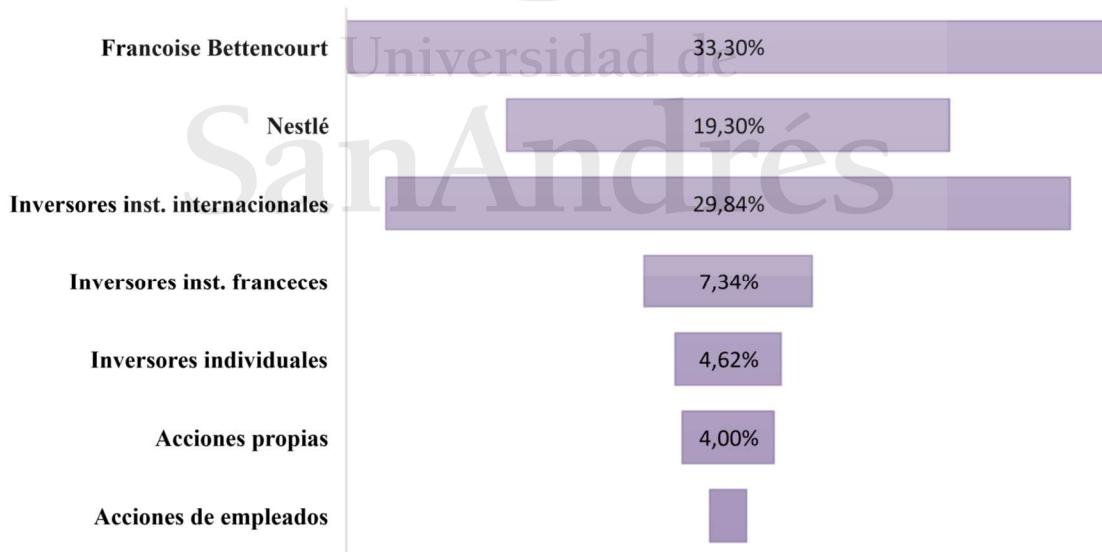
Gráfico 10 - Distribución de las ventas de L'Oréal por región en 2021



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal 2021.

### 3.6 Capital accionario

Gráfico 11 - Distribución accionaria diciembre 2021



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal 2021

La cantidad de acciones está distribuida de la siguiente manera: Françoise Bettencourt 185.715.079 acciones, Nestlé 107.621.021, inversores institucionales (internacionales y franceses) 233.142.393, acciones propias 22.260.000 y por último de los empleados 8.933.867.

Desde el año 2014 los dividendos por acción fueron, en el primer año de EUR 2,7; en 2015 EUR 3,1; en 2016 EUR 3,3; en 2017 EUR 3,55; en 2018 EUR 3,85; en 2019 EUR 3,85; y finalmente en 2020 de EUR 4, los cuales se distribuyeron en el mes de abril del año 2021. Para este último los dividendos por acción fueron de EUR 4,8; los cuales serán distribuidos en abril del 2022.

La cantidad total de acciones es de 557.672.360, y el valor de mercado del capital accionario es de EUR 232.5 billones.

*Tabla 1 - Evolución de acciones por año*

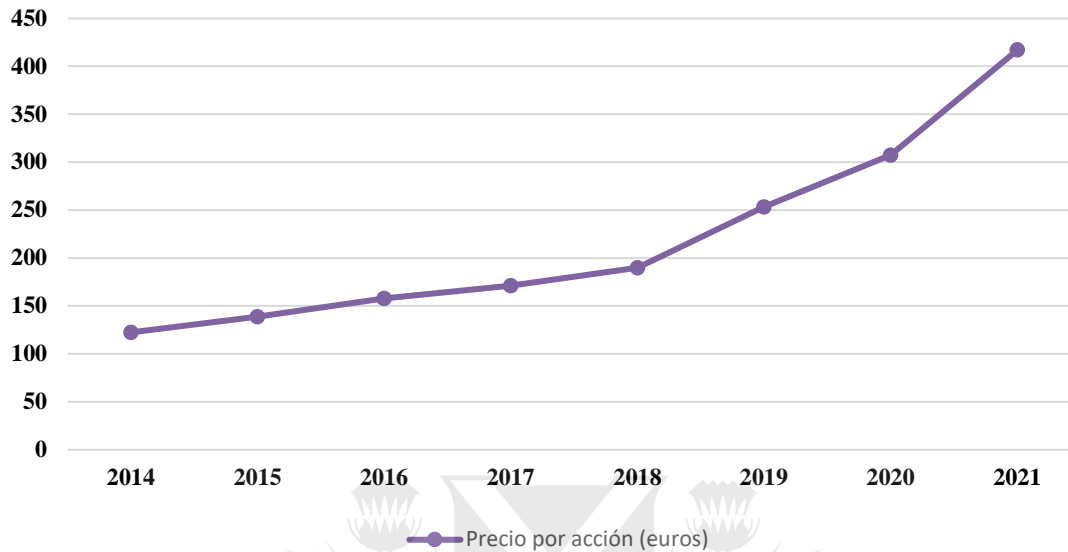
Diciembre 2016	562,538,666
Diciembre 2017	560,519,088
Diciembre 2018	560,396,652
Diciembre 2019	558,117,205
Diciembre 2020	559,871,580
Diciembre 2021	557,672,360

Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oreal 2016-2021.

La caída de las acciones entre el año 2020 y el 2021 se debe principalmente a la recompra realizada a Nestlé y su posterior cancelación. Esto es una estrategia de la empresa informada a comienzos de diciembre 2021. De esta manera se recompró el 4% de las acciones de Nestlé por un valor de EUR 400 por acción, pagando un total de EUR 8,9 billones. Esto generó que la empresa recién mencionada disminuyera su participación a menos del 20%, y por tanto aumentara la del resto de los accionistas.

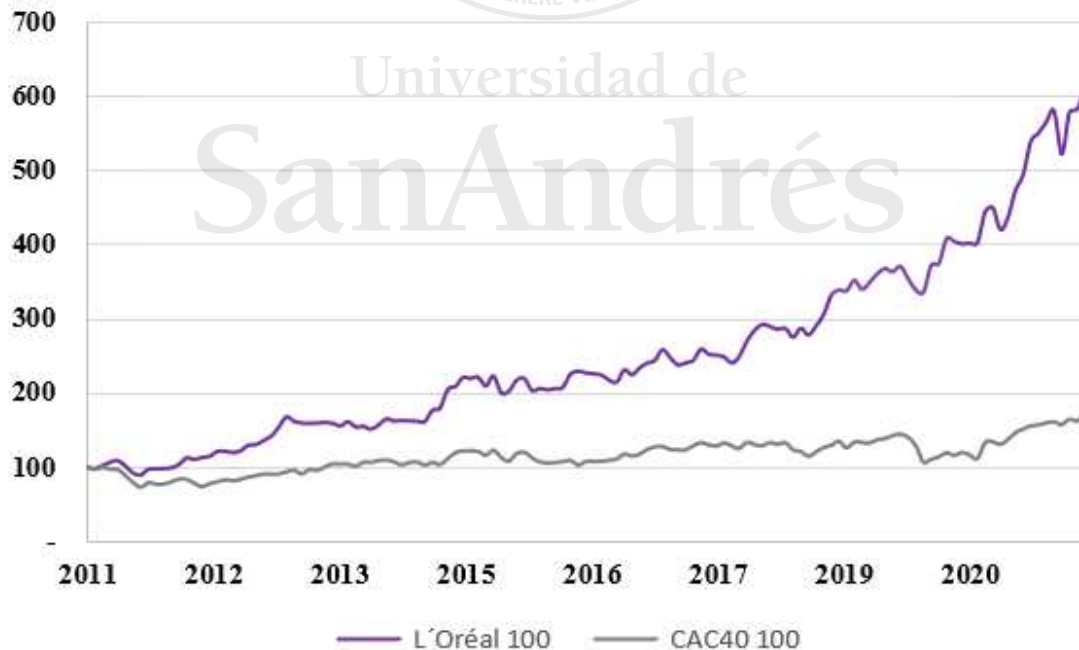
Dicha transacción fue realizada por una parte con efectivo disponible, y por otra a través de la emisión de nueva deuda. Así la deuda neta a fines de 2021 aumentó en EUR 5,5 billones. A su vez, esta transacción generó un flujo de fondos residual negativo para el corriente año, lo cual veremos más adelante.

Gráfico 12 – Precio por acción en Euros (2014/2021)



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros L'Oréal

Gráfico 13 - Evolución precio acciones L'Oréal vs Índice CAC40 en Euros – Base 100



Fuente: Yahoo Finance.

Este gráfico compara los rendimientos de acciones de L'Oréal con los del índice CAC40. Este último está compuesto por las 40 empresas más grandes francesas, y podemos ver que con el paso de los años, el producto obtenido por L'Oréal fue incrementando con respecto al resto de las empresas más importantes de su país. Terminando con un precio de EUR 416,95 mientras que el del índice indexado a L'Oréal es significativamente menor, arrojando un valor de EUR 167.

### **3.7 Sustentabilidad**

En la industria cosmética se transformó en un tema central la sustentabilidad. Así L'Oréal, desde el 2013, asumió compromisos para transformar el modelo, a uno más inclusivo y sustentable. Por ejemplo se llevó a cabo utilizando para toda la marca Elvive, plásticos 100% reciclados y reciclables. Además su producción es en una fábrica que usa solo energía renovable.

Desde hace 30 años el holding no testea productos ni ingredientes en animales. Siendo pionera y dejando de hacerlo mucho antes de que las regulaciones lo establecieran.

Otra acción para tener en cuenta es que, durante el período de pandemia, entregó a hospitales y particulares tanto geles antibacteriales como desinfectantes, donándolos ante la escasez de estos en ese momento.



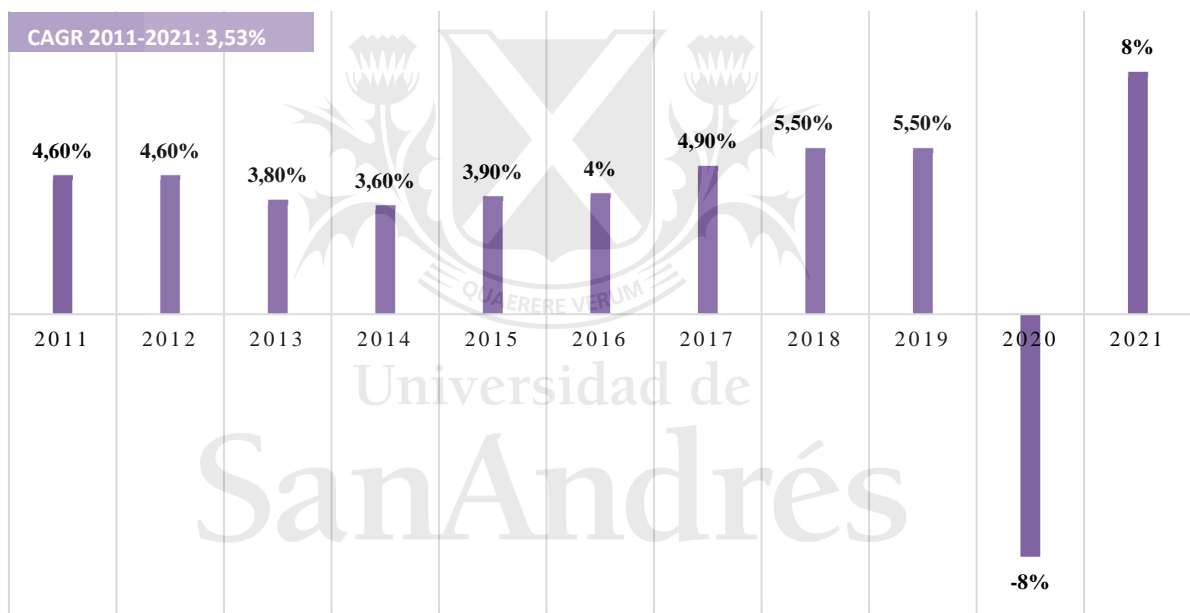
#### 4. Análisis de la Industria

El mercado global cosmético se caracteriza porque la mayor parte del market share del mercado está compuesto por unas pocas empresas multinacionales.

Según apuntan los últimos estudios de tendencias de la industria, los consumidores cada vez tienen más en cuenta los aspectos saludables, éticos y medio ambientales del producto o la marca.

##### 4.1 El mercado global de la industria cosmética

*Gráfico 14 - Tasa de crecimiento anual de la industria a nivel mundial (2011-2021)*



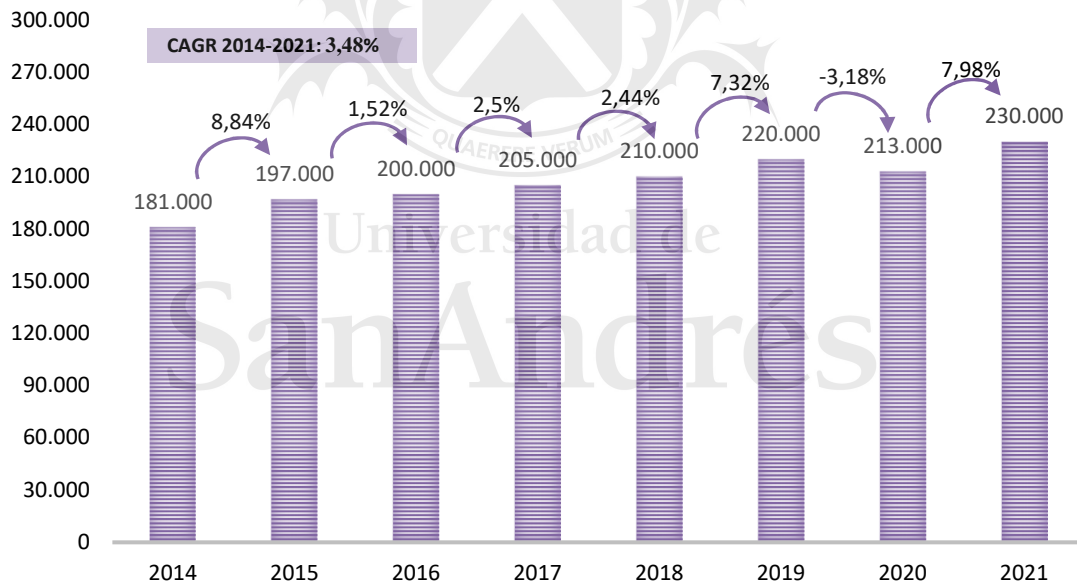
*Fuente: Elaboración propia según Cosmetic Report de Statista Market Outlooks.*

Es por eso, que no podemos tomar como indicador del futuro este año, dado que es visible que su resultado está totalmente relacionado con los problemas ocasionados por el Covid19. Como ya indicamos con el caso específico de L'Oréal, lo sucedido en el año 2020 junto con la imposibilidad de distribución de los productos y comercios cerrados generó una caída generalizada para toda la industria.

Como podemos ver en el gráfico 14, la industria cosmética es un sector que tuvo una importante recuperación durante el 2021 en la economía. La mejora de la salud de la piel y el cuerpo crea una necesidad de consumo que lleva a estas empresas a lograr unas cifras de ventas inalcanzables en muchos otros sectores.

Como dato del sector en general, es importante destacar el desarrollo que todas las compañías de la industria han hecho en la realización de productos naturales, que no dañen el medio ambiente y que no sean testeados en animales. Es importante resaltar este dato, ya que todas las empresas grandes, han hecho grandes inversiones para poder avanzar al punto en el que hoy se encuentran. De hecho, los gastos en marketing junto con los de Investigación y Desarrollo para lograr respetar el medio ambiente y los animales son de los más significativos para toda la industria.

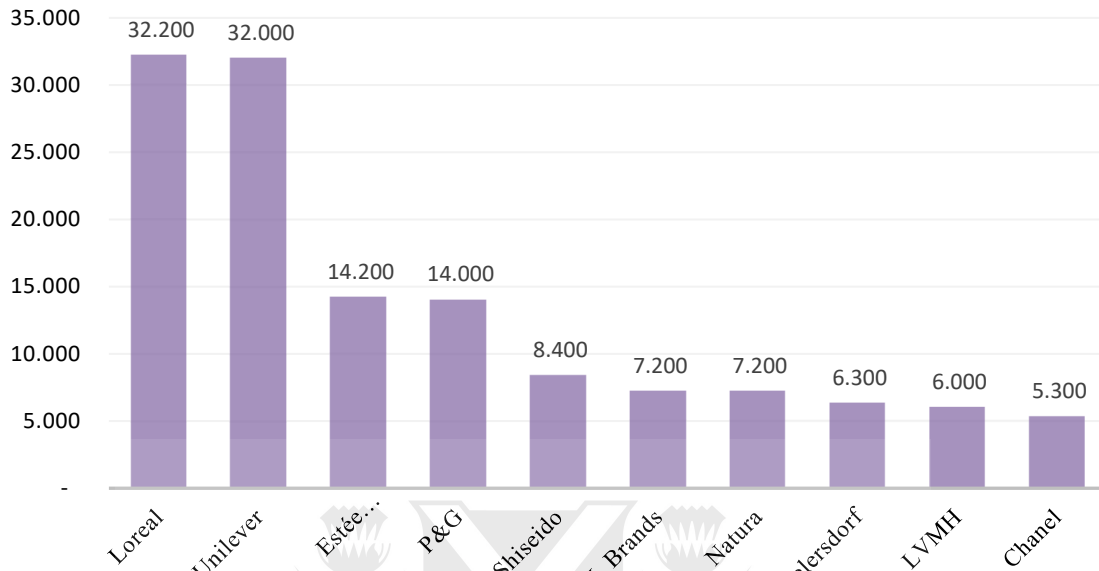
*Gráfico 15 - Evolución de ventas globales de la industria cosmética (2014 – 2021)*  
(Millones de EUR)



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal.

A continuación mostraremos un gráfico con las ventas de las firmas más importantes de la industria para el 2021.

**Gráfico 16 - Principales ventas de la industria por firma en 2021**  
(Millones de USD)



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal

#### 4.2 Análisis de la Industria cosmética por división

**Tabla 2 - Segmentación de la industria por división en 2021**

Cuidado del cabello	<b>26%</b>
Cuidado de la piel	<b>33,8%</b>
Cosméticos	<b>16,6 %</b>
Perfumes y colonias	<b>9,5%</b>
Desodorantes y Cuidado personal	<b>8,5%</b>
Higiene bucal	<b>5,6%</b>

Fuente: Elaboración propia según Cosmetic Report de Statista Market Outlooks.

#### 4.3 Análisis de la Industria cosmética por región

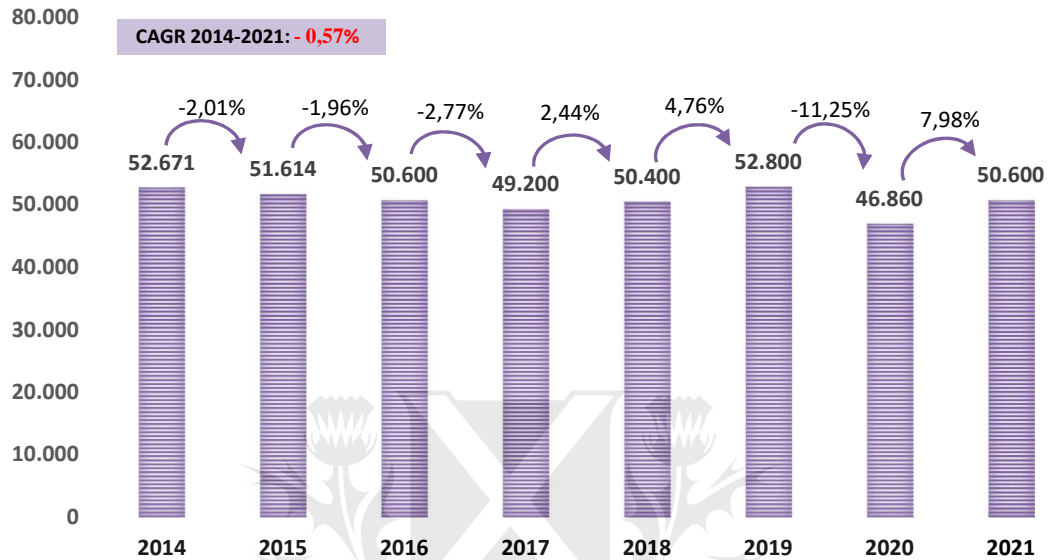
En el tercer trimestre, el mercado europeo de la belleza volvió cerca de los niveles previos a la pandemia con un reequilibrio de las ventas. Varios países de esta región vieron una



recuperación en las categorías de maquillaje y fragancias.

**Gráfico 17 - Evolución de las ventas en la Industria Cosmética de Europa**

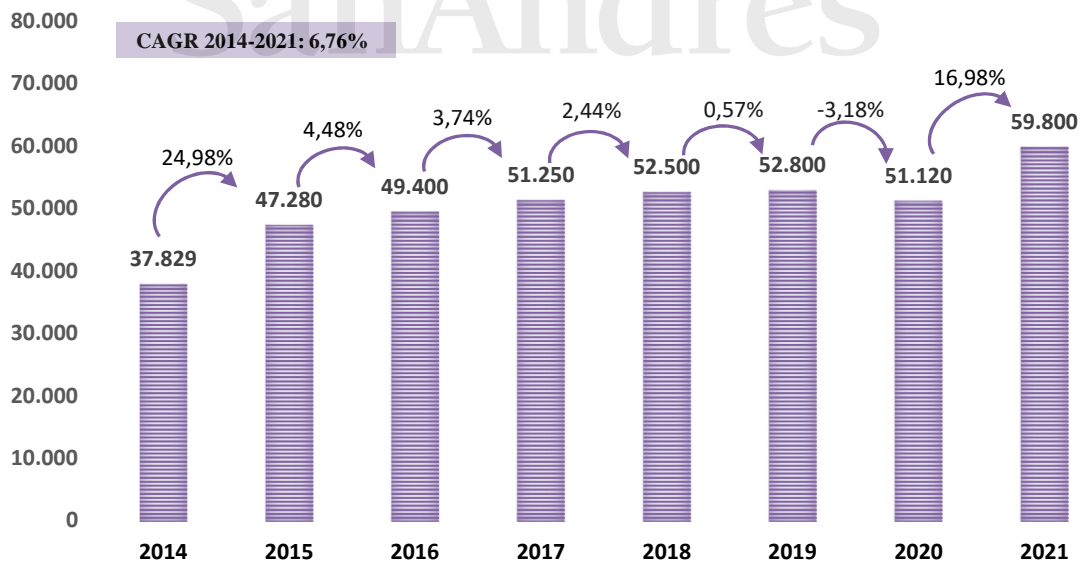
(Millones de EUR)



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal

**Gráfico 18 - Evolución de las ventas en la Industria Cosmética de América del Norte**

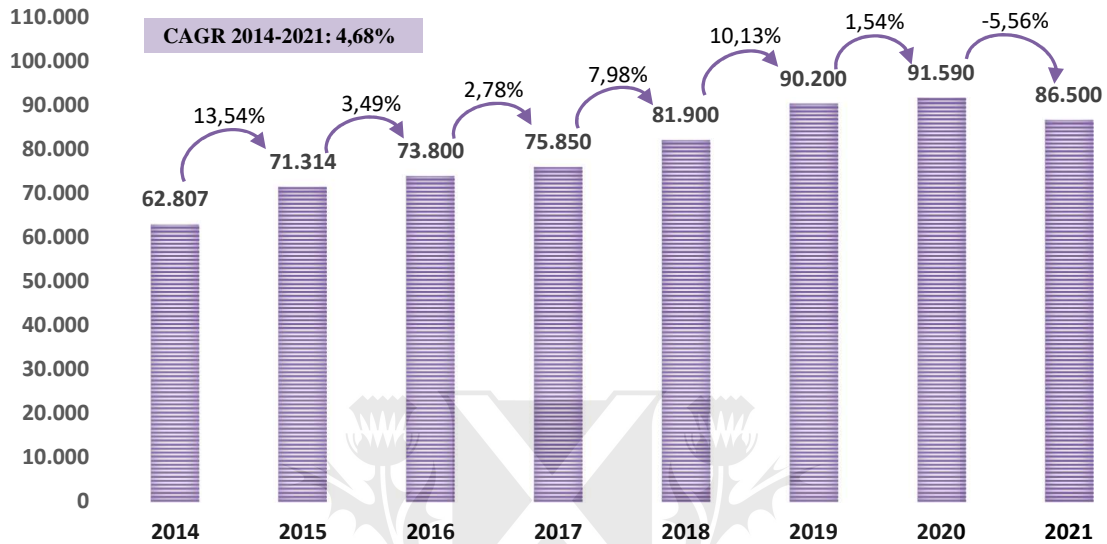
(Millones de EUR)



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal

*Gráfico 19 - Evolución de las ventas en la Industria Cosmética de Asia del Norte*

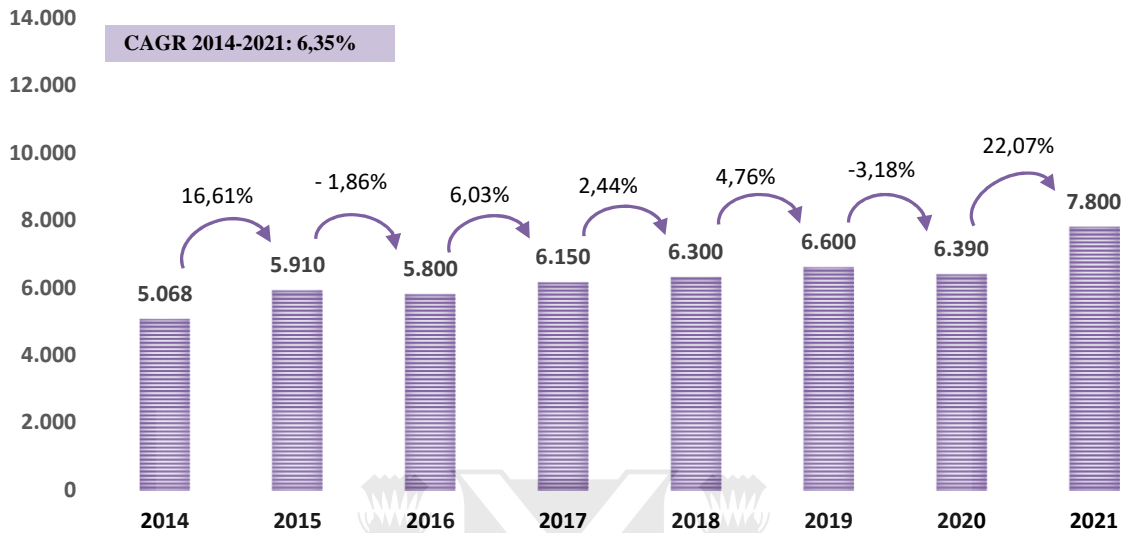
(Millones de EUR)



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal

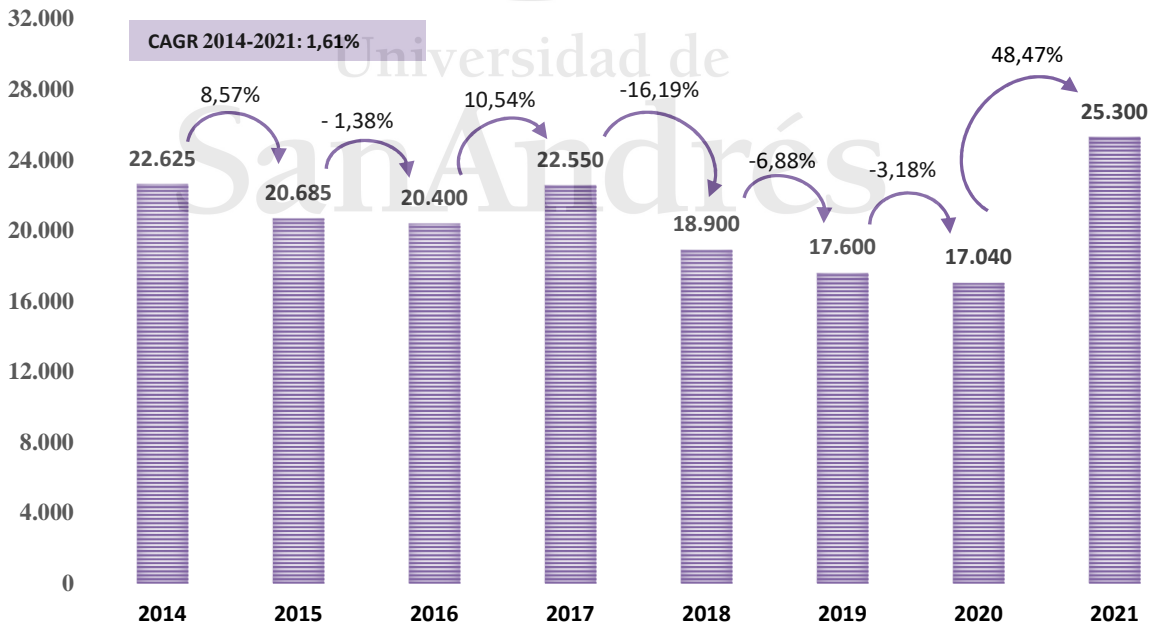
Con respecto al Sudeste asiático, en el tercer trimestre se vio un regreso a los niveles anteriores a Covid19. Aunque tuvieron que lidiar con restricciones debido a nuevas oleadas. Así y todo, aceleración del comercio electrónico en la región compensó el cierre de puntos de venta físicos.

**Gráfico 20 - Evolución de las ventas en la Industria Cosmética del Sudeste Asiático**  
(Millones de EUR)



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oreal

**Gráfico 21 - Evolución de las ventas en la Industria Cosmética de América Latina**  
(Millones de EUR)

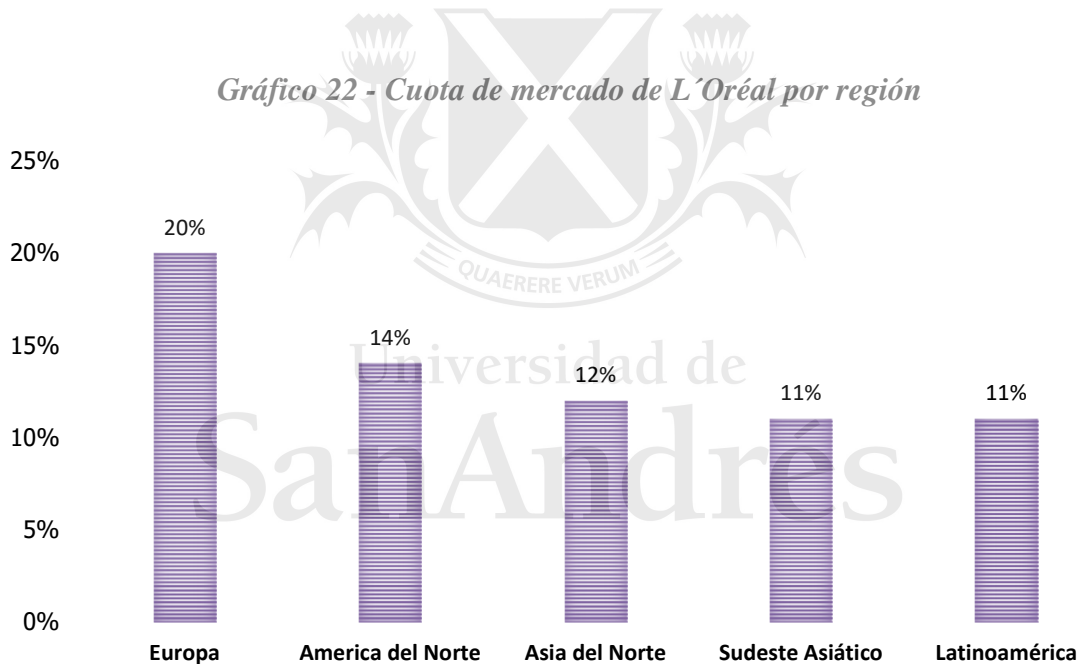


Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oreal.

#### 4.4 Cuota de mercado de L'Oréal

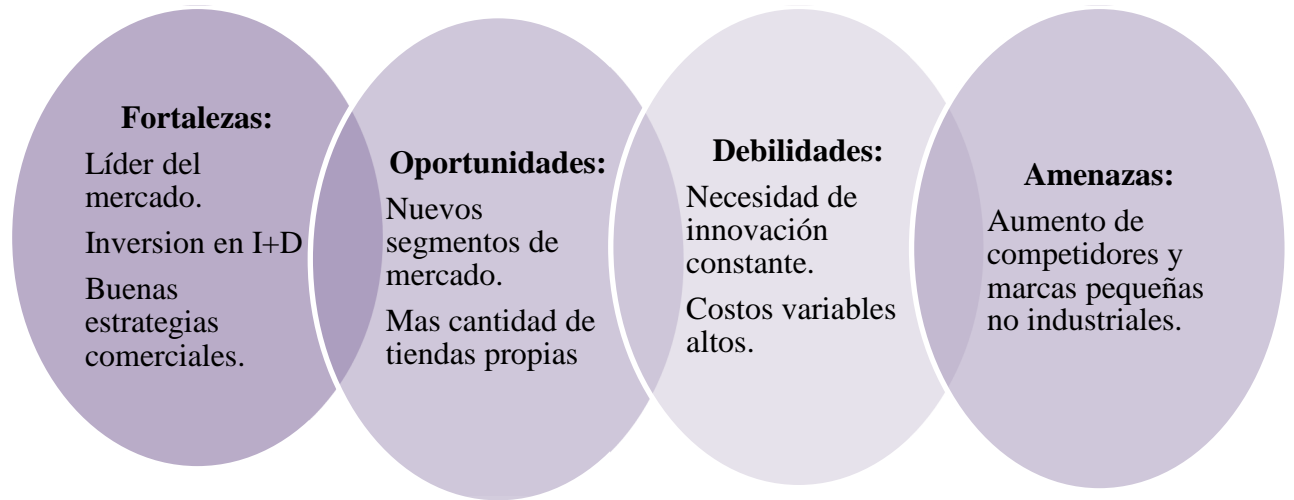
En el siguiente gráfico podemos ver la porción de mercado que posee L'Oréal con respecto a su competencia. La firma, como explicamos anteriormente, es líder en el mercado con un market share del 13%. En los últimos 7 años siempre mantuvo su liderazgo en la industria cosmética. Es verdad que podemos identificar a sus mayores competidores, como grandes empresas que abarcan muchas industrias, y que en algunos casos son líderes en otros rubros. Pero en este caso estamos analizando la industria cosmética en particular.

Como indicamos en el apartado anterior, las regiones donde tiene mayor participación de mercado son Europa y América del Norte. Sin embargo, no hay que perder de vista, que en Asia del Norte, las ventas están en constante crecimiento en los últimos años.



*Fuente: Elaboración propia según Cosmetic Report de Statista Market Outlooks.*

Gráfico 23 - Fortalezas y áreas de desarrollo L'Oréal



Fuente: Elaboración propia.

#### 4.5 Tendencias del mercado

El mercado de cosmética es una industria que ha tenido un crecimiento global sostenido a través de los años. Para poder entenderlo debemos dejar de lado el año 2020 debido a la pandemia. Sin embargo durante ese año debemos centrarnos en el crecimiento del canal digital. En un momento, veremos algunas innovaciones específicamente de L'Oréal en este aspecto. Aunque proyectos similares fueron realizados por marcas de la competencia como Estée Lauder y Sheido.

Es creciente el foco de los consumidores en productos que estén realizados bajo estándares de reciclado de materiales y cuidado del medio ambiente. Esta industria se destaca por ser pionera en estos aspectos. Particularmente L'Oréal, como vimos cuando hablamos de la firma, no testea en animales desde antes de que esto estuviera prohibido, tiene plantas de energía renovable y reutiliza materiales para realizar el envasado de muchos de sus productos.

Pero considero que los principales elementos que plantean un crecimiento sostenido de las ventas son, no solo la historia y el crecimiento estable de ventas en la mayoría de las regiones, sino las investigaciones realizadas con respecto al interés cada vez mayor de las personas por el bienestar de la piel. Hoy en día muchos más hombres que en el pasado utilizan cremas y se cuidan el rostro. Además el aumento de los años de vida de las personas llevó, a través de los años (y así continuará), a ser más conscientes y cuidadosos en este aspecto.

Siguiendo con la misma línea, la dermatóloga española Paola Borregón indica que las consultas luego de la pandemia (2021) aumentaron un 30% con respecto al 2019. Según indica, esto se debe a que, a través del teletrabajo y las videollamadas la gente comenzó a verse más su propio rostro que en el trabajo presencial. De hecho, este fenómeno se ve cuando las proyecciones de caída de la industria esperadas para el 2020 eran del 20%, y finalmente terminaron siendo del 8% con respecto al 2019. Siendo esto apoyado por un gran aumento de las ventas digitales.

Con respecto esto último, fue fundamental la innovación. Ya que en especial los maquillajes son una división en la cual el consumidor siempre necesitó probarse y testear los productos en persona. Por esto expondremos algunos avances tecnológicos realizados por L'Oréal, los cuales permitieron el aumento expresado en el canal digital durante 2020 (aumentaron un 60% con respecto al año anterior) que representa el 26,6% de las ventas, manteniéndolo en 2021.

Un ejemplo son algunos nuevos softwares, para la gestión de formulaciones, que facilita el desarrollo de productos, permitiendo recabar información instantánea de áreas específicas.

Otro caso es el de gestión de laboratorio, que permite ahorrar dinero evitando muchas pruebas de producción, realizando un gemelo digital (sin necesidad de hacerlo en un entorno real al momento de las pruebas).

Pero también algunas soluciones tecnológicas para situaciones más cotidianas. Por ejemplo el colorímetro de mano, que es como un escáner que identifica cual es la base apropiada para cada tipo y color de piel, eligiendo a través de un algoritmo entre 20.000 de tonos diferentes. Otro invento que llegó con el aumento de las compras digitales es “visual 30rtista”, que es una aplicación que permite a los clientes probar virtualmente todos los maquillajes. Otro caso parecido es el de “HiMirror”, una aplicación que toma una foto del rostro y detecta arrugas, manchas en la piel y su brillo, y luego envía consejos para tratar la piel según sea necesario.

Estos avances son fundamentales para la industria. En primer lugar porque los consumidores están cada vez más atentos e interiorizados con el cuidado de la piel (en especial). Y por otro lado porque puede generar disminuciones de costos, pudiendo lograr economías de escala y haciendo la producción más eficiente.

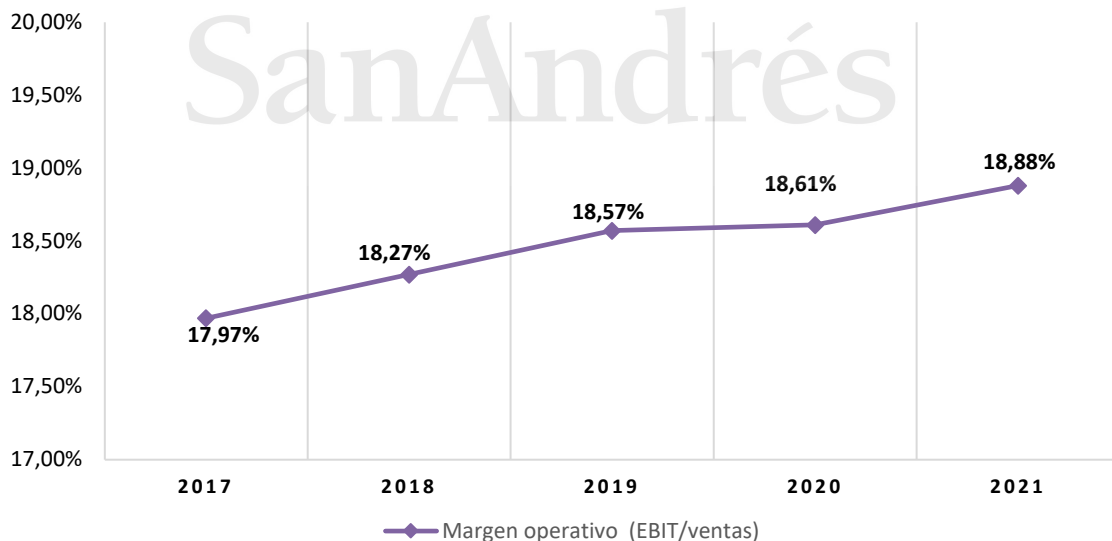
## 5. Análisis financiero

### 5.1 Indicadores de rentabilidad

Para comenzar a analizar los indicadores de rentabilidad, primero calcularemos el margen operativo, el cual nos permite relacionar el resultado operativo de la firma con respecto a las ventas. De esta manera podremos evaluar la rentabilidad de la empresa en base a sus operaciones. Inicialmente analizaremos esto a nivel consolidado de la firma, y luego por región.

Como veremos en el siguiente gráfico la firma muestra un aumento año tras año. Durante el 2020 que fue el año con mayor baja de ventas, se mantuvo un porcentaje de EBIT sobre las mismas, es decir, los costos operativos se mantuvieron en la misma proporción. Sobre este punto también influye que a partir del tercer trimestre de dicho año comenzó una recuperación importante que permitió que la ganancia operativa sobre las ventas no se viera afectada. Cabe destacar que en el 2021 como indicamos en el apartado de la compañía, hubo un aumento importante en costos relacionados con marketing y distribución. Sin embargo hubo un gran crecimiento en las ventas, lo que permitió que el EBIT no solo se mantuviera, sino creciera.

Gráfico 24 - Evolución del margen operativo histórico de L'Oréal (2017-2021)

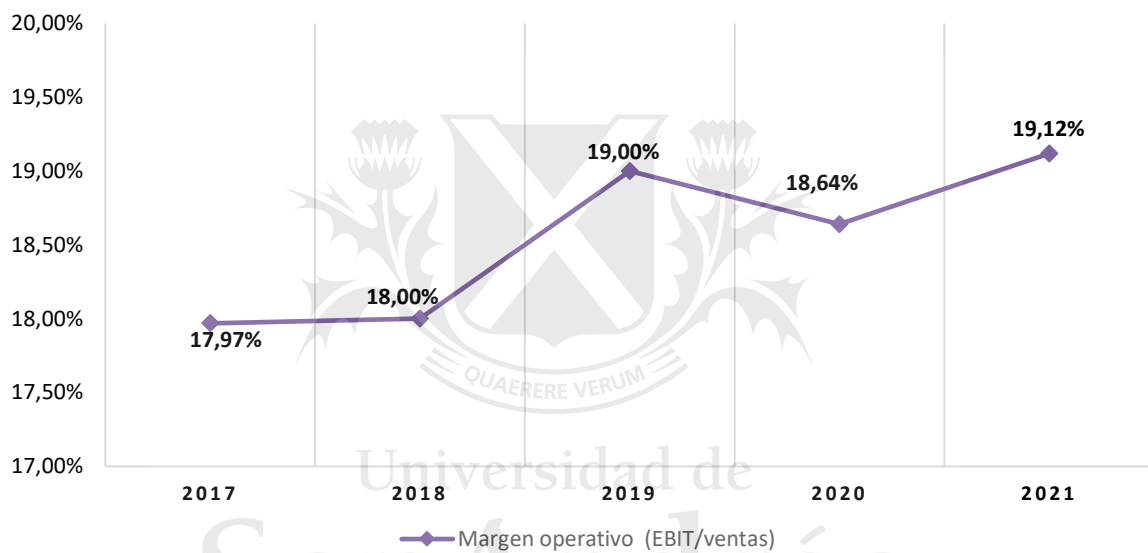


Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal

A continuación analizaremos los sucedido en el mismo concepto, pero en cada región en particular.

En el caso de Europa, en el año 2020 vemos una caída, como consecuencia de la disminución de ventas, encadenado con un gasto tanto en I+D como en el área comercial similares a los del año previo. Lo cual implicó un mayor impacto de dichos gastos sobre el resultado. En 2021 las vetas fueron similares a las del año 2019 y también sus costos. Por lo que vemos que el EBIT arroja una proporción similar a la de dicho año.

*Gráfico 25 - Evolución del margen operativo histórico de Europa (2017-2021)*

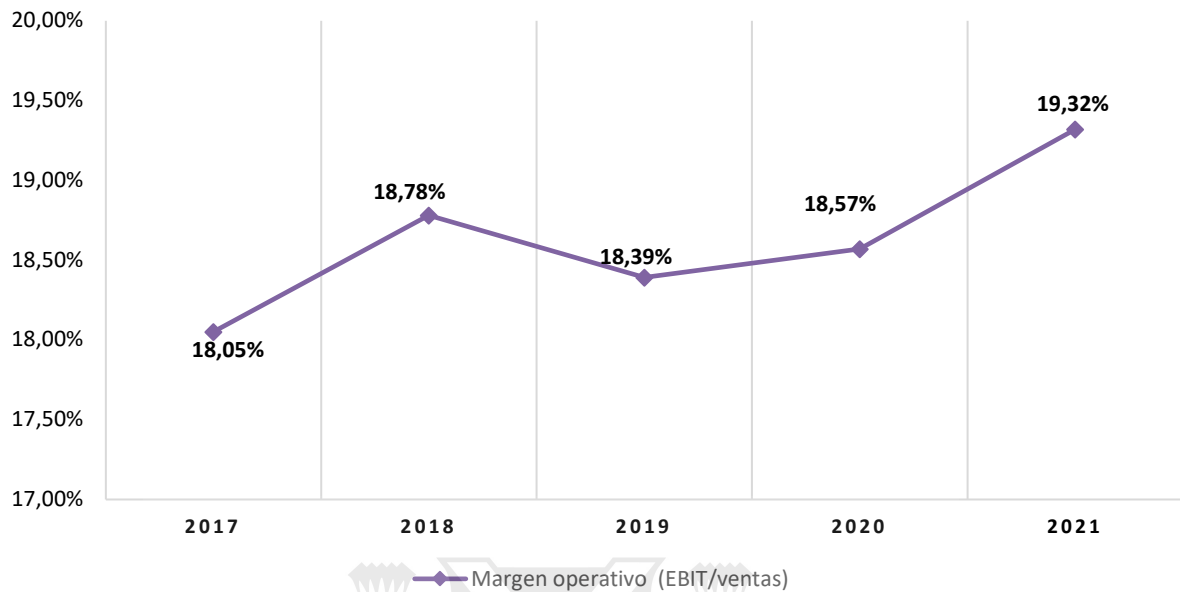


Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal

Por otro lado en el caso de América del Norte, vemos un comportamiento similar al de la firma a nivel global. Lo cual lo podemos explicar de la misma manera, durante casi todos los años el ratio se mantiene relativamente constante. Y en 2021 vemos un leve aumento, relacionado con un aumento de ventas de mayor impacto que el incremento en los costos.



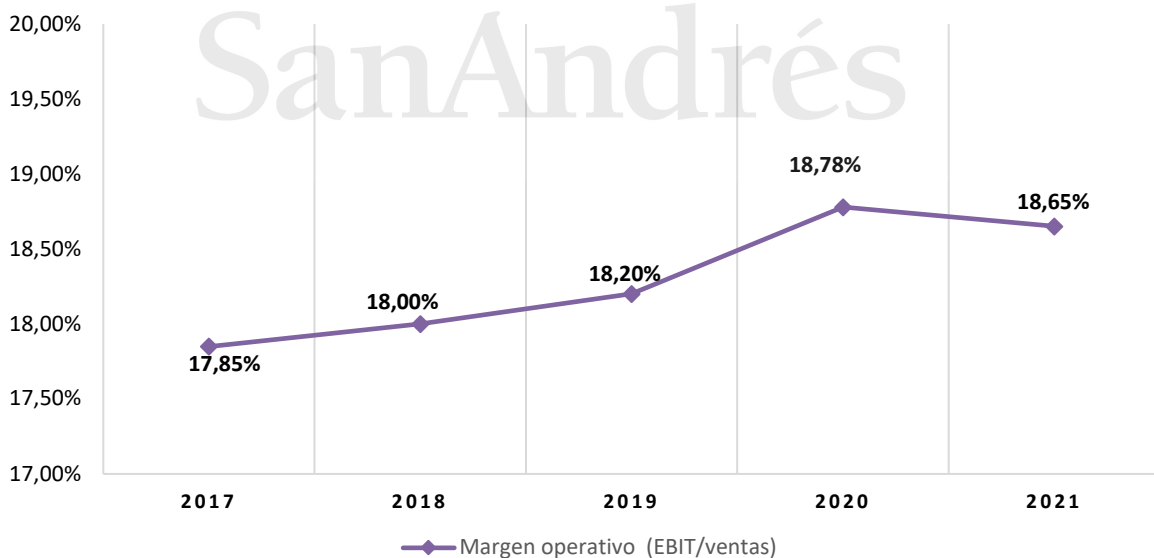
*Gráfico 26 - Evolución del margen operativo histórico de América del Norte (2017-2021)*



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal

A continuación en el gráfico que expone el ratio de margen operativo en Asia del Norte, podemos ver un resultado muy estable en los cinco años expuestos.

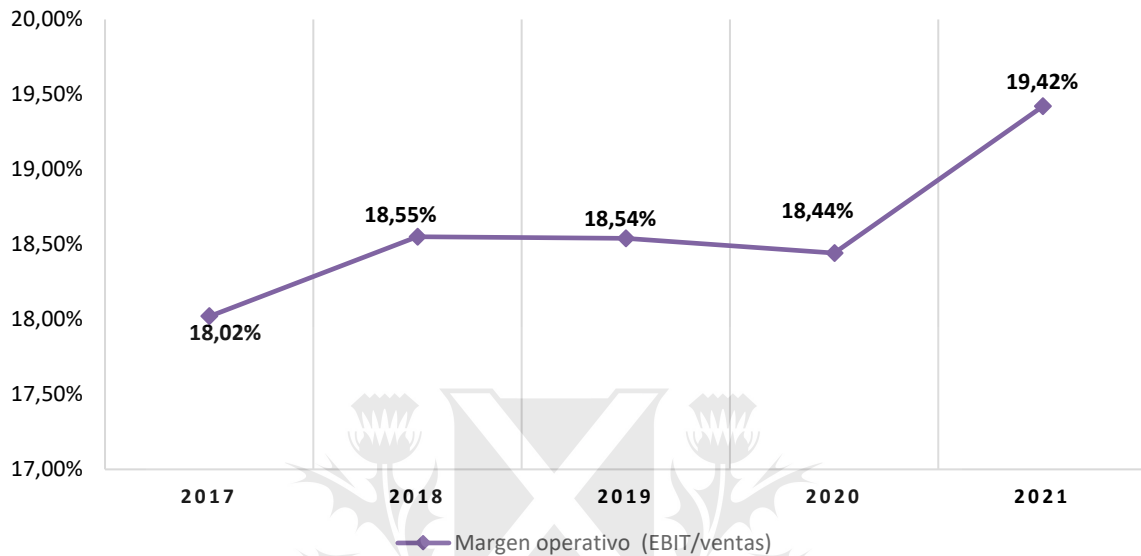
*Gráfico 27 - Evolución del margen operativo histórico de Asia del Norte (2017-2021).*



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal

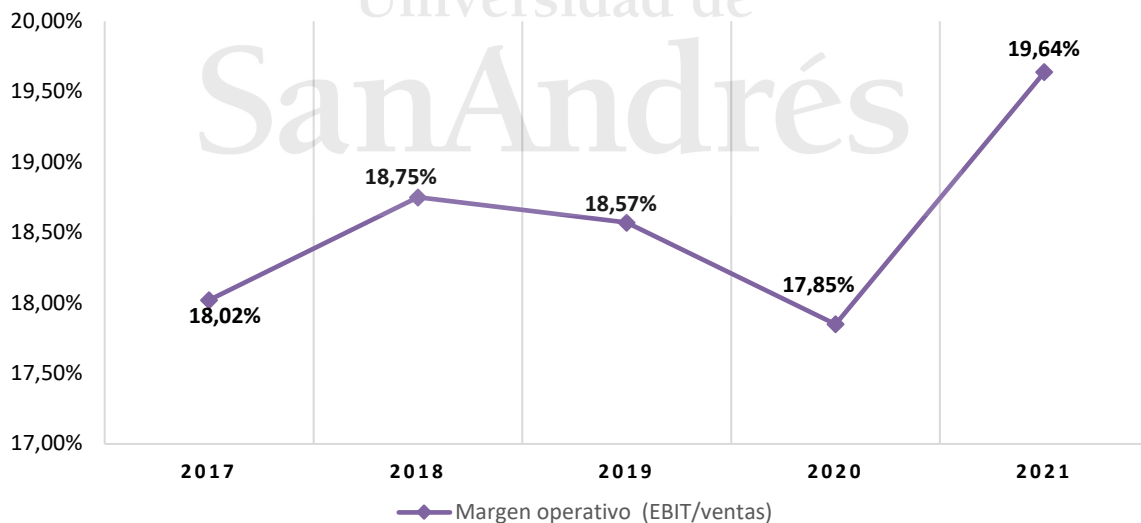
Finalmente tanto para el caso del Sudeste Asiático como para América Latina, resultado obtenido con del margen operativo es similar al de L'Oréal como grupo consolidado.

*Gráfico 28 - Evolución del margen operativo histórico del Sudeste Asiático (2017-2021)*



*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal*

*Gráfico 29 - Evolución del margen operativo histórico de Latinoamérica (2017-2021)*

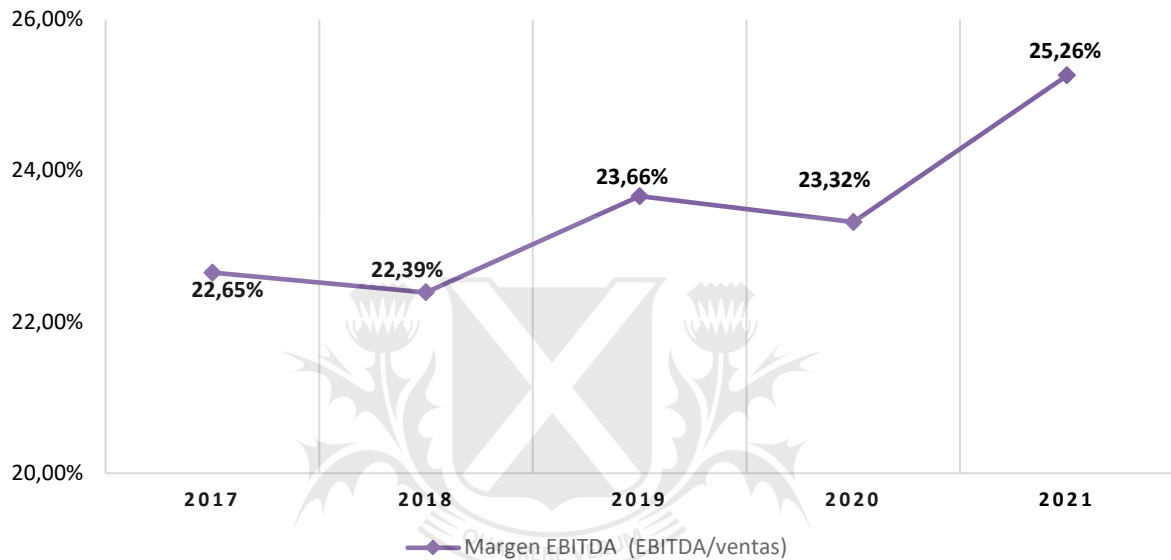


*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal*

Para seguir con el análisis mostraremos el margen EBITDA, el cual puede ser tomado como una cifra que nos muestra si la empresa tiene la capacidad para generar beneficios, considerando

específicamente su actividad productiva. De esta manera podremos evaluar cual es el porcentaje de ganancias de la firma una vez erogados los gastos solamente relacionados con sus operaciones. A diferencia del margen operativo, no tiene en cuenta costos de depreciaciones y amortizaciones de activos fijos.

*Gráfico 30 - Evolución del margen EBITDA histórico de L'Oréal (2017-2021)*



*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal*

En el gráfico anterior observamos que la proporción de EBITDA sobre las ventas es mayor que la del EBIT, esto se debe, en el caso de L'Oréal, a las amortizaciones que el EBITDA no contempla. Podemos decir que el comportamiento es similar al del cálculo anterior, lo cual indica que los conceptos recién mencionado también se mantuvieron constantes y estables a través de los años.

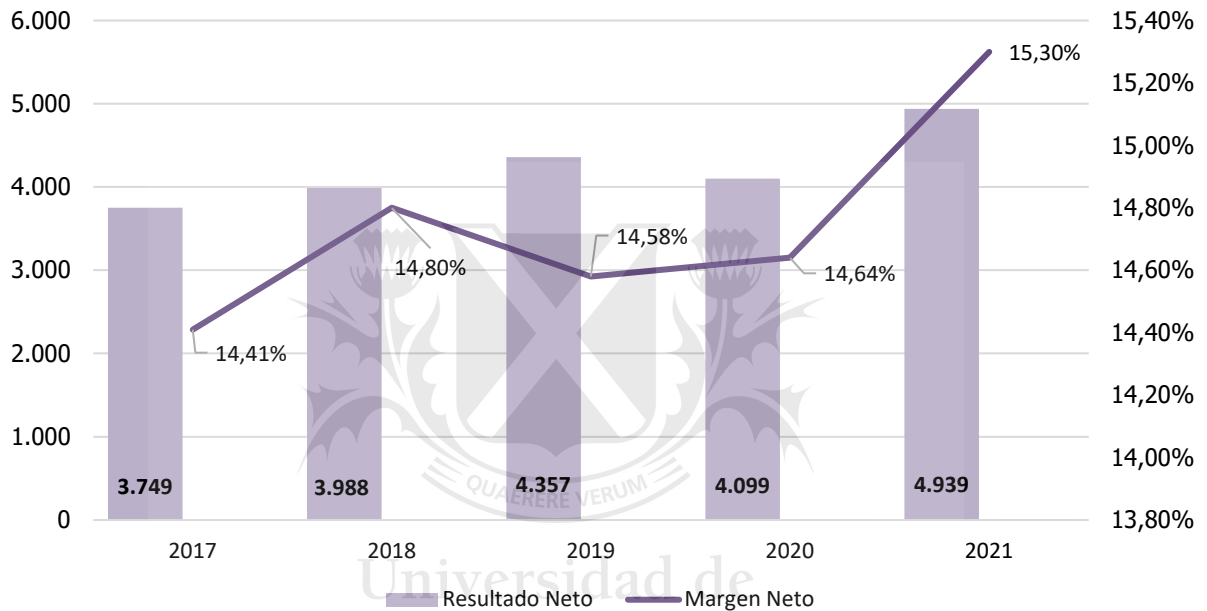
En este apartado mostraremos tanto el margen operativo como el margen EBITDA de dos empresas de la competencia, Estée Lauder y P&G, para que la comparación nos pueda ser de utilidad al momento de valorar L'Oréal.

En el gráfico que continúa veremos por un lado el ratio de margen neto (eje derecho), el cual muestra cual es la relación entre el resultado final y las ventas. Es decir, consideramos no solo depreciaciones y amortizaciones, sino también los intereses financieros, impuestos e insumos que la compañía deba erogar para llevar a cabo su actividad.

El mismo se mantiene positivo a en todo el período, aumentando de manera paulatina, incluyendo el 2020, como consecuencia que frente a una caída de las ventas, no solo los costos variables se mantuvieron constantes, sino que también tanto el resto de los cotos, como por supuesto el impuesto a las ganancias.

*Gráfico 31 - Evolución de las Ganancias Netas históricas de L'Oréal (2017-2021)*

*Millones de EUR*



*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal*

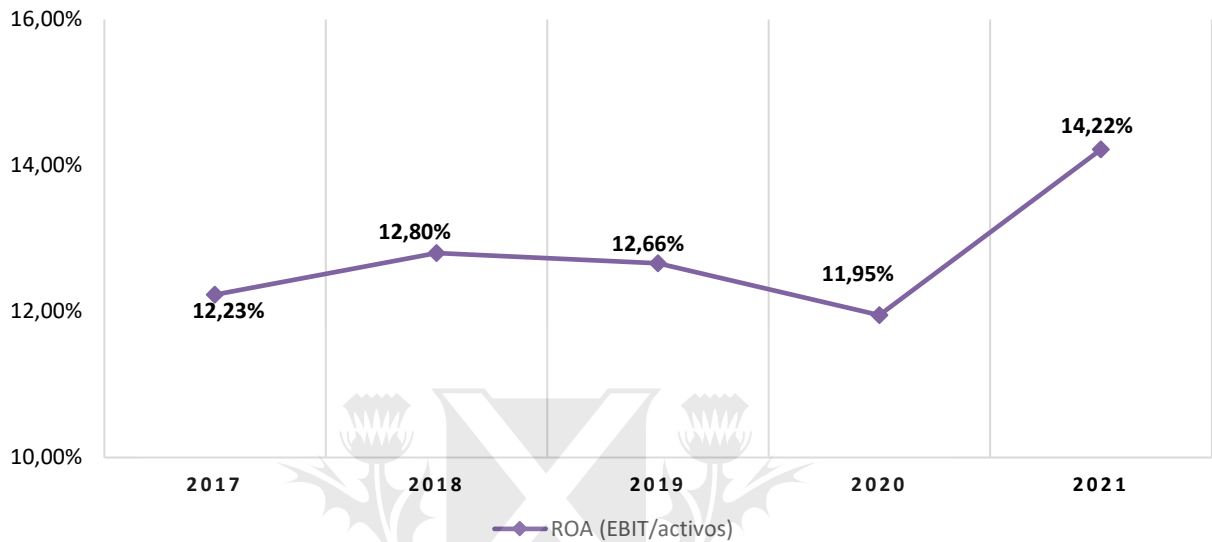
Se puede observar cómo en el último año creció de manera relevante el margen indicado. Lo cual es un signo importante de crecimiento y de aumento de ganancia para la empresa. Desde este punto de vista, las ventas de 2020 no solo no crecieron, sino que disminuyeron con relación al 2019. La recuperación de la que hablamos en el año 2021 provocó un aumento de la rentabilidad muy notorio.

El margen sobre ventas obtenido en los últimos tres años es positivo y satisfactorio para L'Oréal, dejando rastros de una empresa confiable y solvente.

Para continuar analizaremos el ROA, donde comparamos por un lado el EBIT que obtuvo la empresa, con los activos totales de la misma. Esto nos permite conocer el grado de eficiencia de la

empresa para generar beneficios con sus activos. Además es importante a la hora de atraer accionistas, ya que nos da una idea del buen o mal funcionamiento de la empresa.

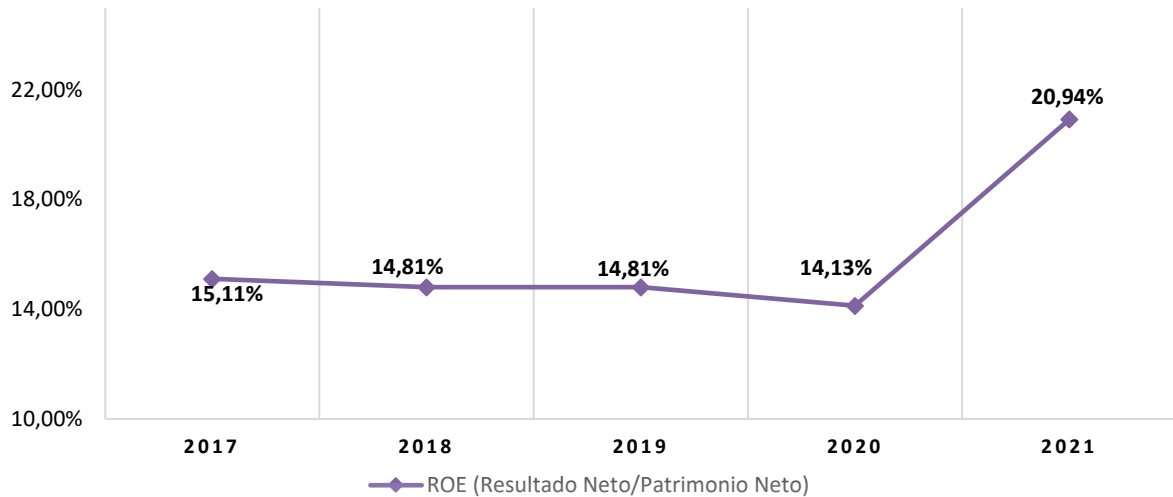
*Gráfico 32 - Evolución histórica del Retorno sobre Activos (2017-2021)*



*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal*

En este caso es un ratio positivo para la empresa, ya que por arriba del 5% implica un buen desempeño. También podemos compararlo con los retornos sobre activos de sus principales competidores, y en este caso, las principales empresas de la industria cuentan con un ROA entre el 5% y el 10%, por lo que, está dentro del promedio. Es una muestra de la buena salud que goza la empresa, y como recién mencionamos las compañías más grandes de la industria en general.

Finalmente terminaremos la sección de ratios financieros mostrando la evolución del ROE en el mismo período. El cual nos permite medir la rentabilidad sobre la inversión en patrimonio propio o de propiedad de los accionistas. Se calcula como el cociente entre el resultado neto y el patrimonio neto.

*Gráfico 33 - Evolución histórica del Retorno sobre Patrimonio Neto (2017- 2021)*

*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal*

El ROE de 20,94%, esto implica que la empresa está generando EUR 20,94 por cada EUR 100 invertidos. Si pensamos en esta proporción es un buen desarrollo de la compañía. Nos da confianza y proyección de crecimiento. Además el hecho de que sea mayor que el ROA nos indica que está creciendo la rentabilidad financiera de la empresa, lo cual es un signo positivo. Este indicador también es muy visto por lo potenciales accionistas, ya que cuanto más alto sea, más posibilidades de incrementos en los dividendos.

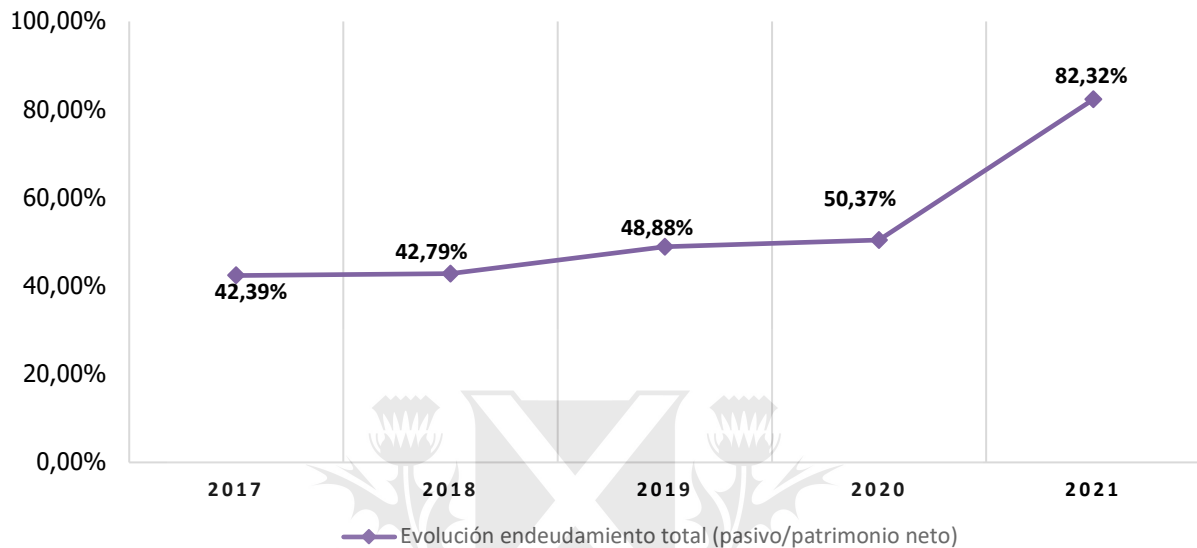
El aumento de ROE en el año 2021 es del 7% con respecto al año anterior, lo que está totalmente relacionado con la disminución de acciones en circulación, gracias a la recompra y cancelación realizada a Nestlé. Es decir, aunque la utilidad neta aumentó con respecto a los años anteriores, lo hizo en una proporción mucho menor que la disminución del capital. En este punto podemos decir que en muchas ocasiones la disminución de acciones implica una suba de precio de esta, como consecuencia de un mayor atractivo de accionistas. Por lo menos en el corto plazo. De alguna manera que este sea un indicador fundamental para ellos tiene una relación directa.

## 5.2 Indicadores crediticios

Para comenzar a entender la estructura de capital y endeudamiento de L'Oréal, comenzaremos por el siguiente gráfico que indica el endeudamiento total, es decir, el total de sus pasivos, con

respecto al total del patrimonio neto. Así entenderemos cuan apalancada se encuentra la empresa, y por lo tanto que tan solvente es.

*Gráfico 34 - Evolución de endeudamiento total de L'Oréal (2017-2021)*



*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal.*

Con respecto a sus pasivos, y su capacidad de afrontarlos, la empresa se encuentra sin problemas. Hasta el 2021 mantuvo entre el 40% y el 50% de deuda sobre su patrimonio neto. Esto implica que ante cualquier adversidad que pudiera ocurrir, no se encuentra en riesgo para el pago de los pasivos. De hecho, no debería ser un problema para la misma poder endeudarse más en caso de ser necesario.

En el último año se tomó la decisión de afrontar la recompra de acciones a Nestle, por una parte con efectivo y por otra con deuda. Ese es el motivo por el que vemos un aumento significativo entre el ratio de endeudamiento de 2019/2020 con el de 2021. Según indica el directorio fue una decisión estratégica, que beneficia al resto de sus accionistas, y seguramente al disminuir la cantidad de acciones, puede genere algún impacto positivo en el precio de estas. De todos modos es un dato para tener en cuenta a futuro con respecto al ratio de deuda. El aumento de la deuda como consecuencia de esta transacción es de EUR 5.500 millones. A lo largo de los tres años podemos observar que la cuenta de pasivos que tiene el saldo más representativo es la de Otros Pasivos Corrientes, siendo de entre EUR 3.500 y 3.900 millones, la cual está compuesta por saldos

acreedores de cuentas comerciales por cobrar e impuestos y gastos de empleados. Podemos ver que el saldo que esta cuenta tiene dentro del pasivo + patrimonio neto es lógico y no implica una proporción de pasivos mayor a la requerida.

A continuación mostraremos un cuadro con la distribución de la deuda financiera de la firma, según sus plazos de vencimiento, y luego su impacto en el patrimonio neto de L'Oréal.

*Tabla 3 - Evolución de la deuda financiera de L'Oréal según el plazo (2017-2021)*

(millones de EUR)

	2017	2018	2019	2020	2021
Hasta 5 años	1.165,2	1.234,4	2.411,4	2.238	5.975,9
Mas de 5 años	9,2	9,9	473,3	308,5	324,4
<b>TOTAL</b>	<b>1.174,4</b>	<b>1.241,3</b>	<b>2.886,7</b>	<b>2.546,5</b>	<b>6.300,4</b>

*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal*

La tabla 3 muestra como fue variando la deuda financiera según los plazos en los últimos tres años. Podemos ver que el movimiento más significativo de su aumento se debe a la recompra de acciones, como explicamos en los apartados anteriores. El total de activo para el 2021 asciende a EUR 43.013, por lo que el ratio de deuda financiera sobre activo par dicho año es del 14,6%. Este indica que el grado de apalancamiento de la empresa está dentro de los parámetros normales. De todos modos, y por lo mismo indicado en la evolución de la deuda en los últimos años, el ratio de la deuda sobre los activos es mayor en 2021 que en 2019 y 2020. Siendo en 2019 del 6,5% y en 2020 5,8%. De todos modos es importante destacar que esperamos que para el 2022 esta relación descienda y vuelva a los parámetros anteriores, siendo que la deuda adquirida para el pago de las acciones recompradas fue de un plazo menor a un año.

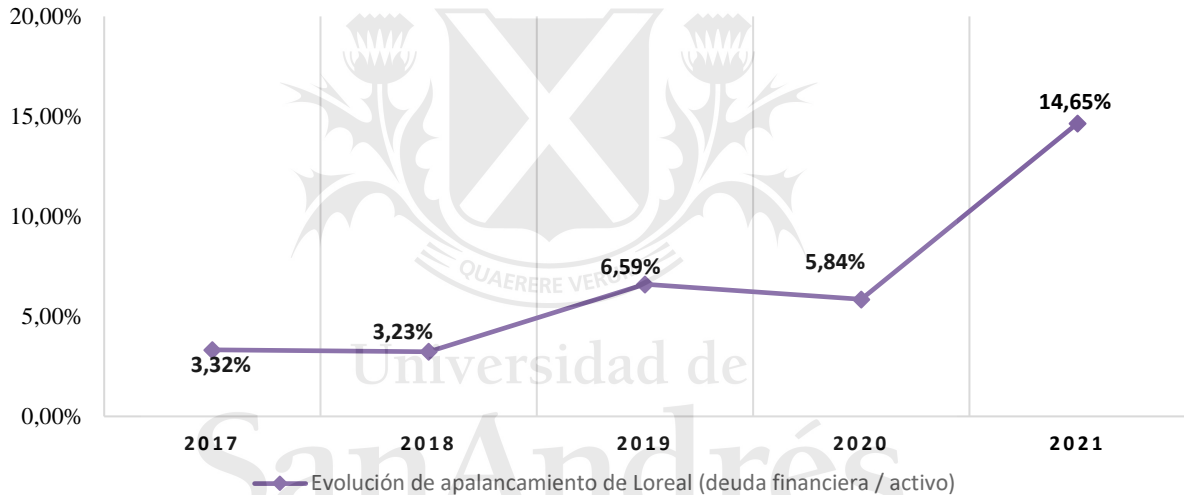


*Tabla 4- Evolución de estructura de capital de L'Oréal (2017-2021)*

Millones de EUR	2017	2018	2019	2020	2021
Deuda financiera	1.174,4	1.241,3	2.886,7	2.546,5	6.300,4
Patrimonio Neto	24.818	26.933	29.426	28.999	23.592
<b>Deuda financiera / PN</b>	<b>4,73%</b>	<b>4,60%</b>	<b>9,81%</b>	<b>8,78%</b>	<b>26,7%</b>

Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal

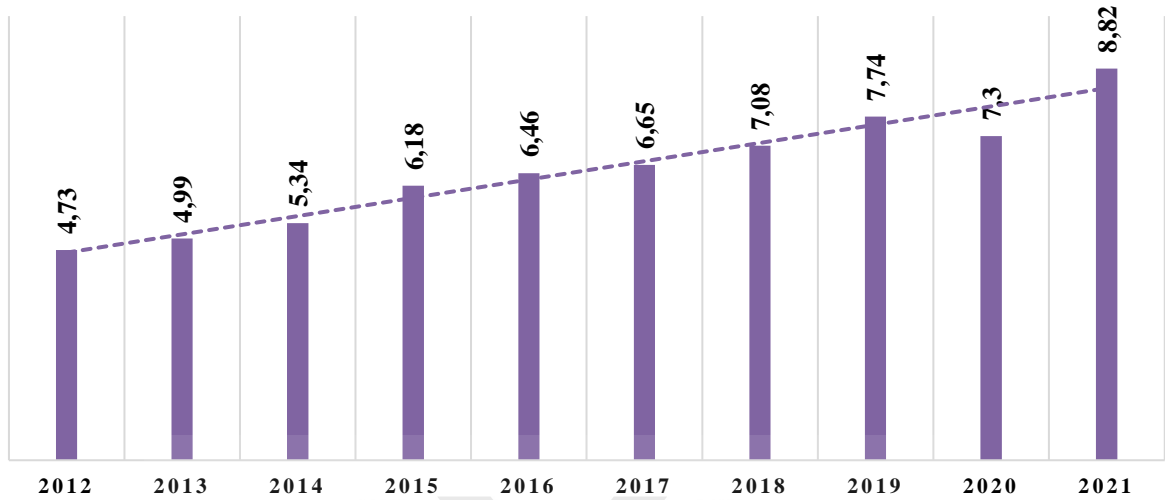
Manteniendo la misma línea que en la tabla anterior, vemos como en 2021 el impacto de la deuda sobre el patrimonio neto aumenta significativamente con respecto a los dos años anteriores.

*Gráfico 35 - Evolución histórica del nivel de apalancamiento (2017-2021)*

Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal

Por último para referirnos a la deuda de L'Oréal, vemos en el gráfico 35, el ratio del nivel de apalancamiento, el mismo es bajo, sobre todo hasta el año 2020, mostrando una compañía con posibilidad de endeudarse sin generar problemas en su estabilidad.

*Gráfico 36 - Evolución histórica del beneficio por acción de L'Oréal*  
(millones de EUR)



Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal

En el gráfico 36 observamos como el beneficio por acción de L'Oréal fue creciendo desde el año 2012 al 2021. Haciendo la salvedad en el año 2020, por los motivos ya explicados anteriormente.

### 5.3 Comparación de indicadores con competidores de la industria

Para finalizar con el análisis de ratios, haremos una comparación de los ratios más importantes a nivel rentabilidad y financieros con las dos empresas que considero de mayor competencia para L'Oréal, siendo ellas Estée Lauder y Procter & Gamble (P&G). La primera tiene una selección de productos muy similares a la de la empresa en análisis, y está enfocada específicamente al mismo grupo de consumidores. Por su parte, P&G, es una firma con mayor variedad de productos, pero es la primer competencia de L'Oréal a nivel cuota de mercado para los productos que compiten entre ellas.

*Tabla 5 - Indicadores de crecimiento y rentabilidad de L'Oréal vs. pares del mercado*

Indicadores 2021	L'Oréal	Estée Lauder	P & G
<b>Margen Operativo</b> (EBIT/Ventas)	18,88%	21,60%	23,80%
<b>Margen EBITDA</b> (EBITDA/Ventas)	25,26%	20,16%	27,22%
<b>ROA</b> (EBIT/Activo)	14,32%	11,32%	15,08%
<b>ROE</b> (Resultado Neto/Patrimonio Neto)	20,94%	17,53%	30,66%

*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal*

*Tabla 6 - Indicadores de gestión financiera de L'Oréal vs. pares del mercado*

Indicadores 2021	L'Oréal	Estée Lauder	P & G
<b>Endeudamiento</b> (Pasivo/Patrimonio Neto)	0,82	2,55	1,56
<b>Endeudamiento financiero</b> (Deuda finan/Patrimonio Neto)	26,71%	87,76%	68,52%
<b>Nivel de apalancamiento</b> (Deuda financiera/Activo)	0,15	0,25	0,27

*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal*

En la tabla 5 y 6 vemos que a nivel rentabilidad las tres empresas tienen un comportamiento similar. Por más de que las cantidades de ventas sean diferentes entre todas, las proporciones de EBIT sobre ventas es similar para los tres casos.

Con respecto al retorno sobre activos notamos que tienen buena salud y están dentro de los parámetros deseables, aunque el caso de Estée Lauder tiene una diferencia importante con respecto a las comparadas. Esto se debe principalmente a que posee mayor proporción de costos variables que las otras dos firmas.

En el aspecto que más diferencia encontramos de L'Oréal con respecto a su competencia, es a nivel endeudamiento. Tanto en el caso de Estée Lauder como P&G sus pasivos superan a su

Patrimonio Neto. Esto no quiere decir que sean insolventes, o que necesariamente sea un problema. Pero sí, considero que las hace compañías más riesgosas desde el punto de vista de los accionistas y acreedores. En el caso de los primeros, hay que tener en cuenta la prioridad de pago que tienen los acreedores por sobre los accionista en caso de quiebra de la empresa. Y en el segundo, hay posibilidades que, de necesitar contraer nuevas deudas, las tasas requeridas sean mayores a las esperadas por L'Oréal. Justamente por considerar el peso relativo de las que ya tienen tomadas.

De todas maneras este análisis surge de la comparación de las tres empresas, y considerando la situación de L'Oréal con respecto al resto. Pero los indicadores financieros de Estée Lauder y P&G, aunque sean más altos y probablemente indiquen mayor riesgo, están dentro de parámetros normales.

#### 5.4 Estado de Resultados

*Tabla 7 - Evolución y variaciones en el estado de resultados L'Oréal (2019-2021)*

Millones de EUR	2019	2020	2021	20 - 19	21 - 20
Ventas	29.873	27.992	32.287	-6%	15%
Costo de ventas	-8.064	-7.532	-8.433	-7%	12%
Gastos Investigación	-985	-964	-1.028	-2%	7%
Gastos Publicidad	-9.208	-8.648	-10.591	-6%	22%
Gastos Adminis.	-6.068	-5.639	-6.074	-7%	8%
Otros gastos	-437	-709	-432	62%	-39%
<b>Resultado Operativo</b>	<b>5.111</b>	<b>4.500</b>	<b>5.729</b>	<b>-12%</b>	<b>27%</b>
Costos Financieros	-75	-79	-38	5%	-52%
Ingresos Financieros	29	20	19	-31%	-7%
Otros	300	276	319	-8%	15%
Resultado Antes Imp	5.411	4.777	6.047	-12%	27%
IIGG	-1.657	-1.210	-1.445	-27%	19%
Resultado Neto	3.755	3.568	4.602	-5%	29%
Particip. No Control.	5	4	5	-19%	21%
<b>Rtado Neto</b>	<b>3.750</b>	<b>3.563</b>	<b>4.597</b>	<b>-5%</b>	<b>29%</b>

*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal.*

Con respecto a las variaciones en el Estado de Resultado podemos observar un comportamiento similar a lo que vimos con los primeros indicadores. Por un lado en el 2020 una baja en las ventas, que fue acompañado por una baja en los costos también, pero no logró subsanar esa caída. Por otro lado el resultado neto, aunque se vio afectado también, lo hizo en una proporción menor como consecuencia del pago de impuesto a las ganancias, que por supuesto fue menor. Si observamos el 2021 no solo vemos un aumento significativo de las ventas con relación al 2020, sino también comparándolo con el 2019 (que fue similar al 2018). Esto muestra no solo la recuperación con respecto a la pandemia, sino también un crecimiento natural del negocio. Una buena parte, como vimos en el análisis anterior de la empresa, el aumento de las ventas digitales que llegó para quedarse y seguir creciendo, por otra parte un cambio de paradigma cada vez mayor en los consumidores, quienes según indican especialistas y muestran las tendencias constantemente aumentan su consumo en cosmética como consecuencia de darle más importancia al cuidado de la piel, y por último, también influye el aumento cada vez mayor de la expectativa de vida. En este último año vemos también un aumento en los gastos variables, especialmente en la comercialización y publicidad. Como indicamos en segundo apartado, la política de la empresa está focalizada en este aspecto, con la finalidad de aumentar regularmente su market share y también buscando realizar productos personalizados según las diferentes necesidades y no generalizados. Según indica la dirección de la empresa, en 2021 fue posible realizar inversiones en este aspecto sin afectar los resultados a raíz del gran aumento en las ventas.

### **5.5 Capital de Trabajo**

El capital de trabajo muestra la cantidad necesaria de recursos que la empresa cuenta para realizar sus operaciones con normalidad. Se calcula según la diferencia de los activos y los pasivos corrientes, es decir, los activos y pasivos de corto plazo.

Por lo tanto vamos a contemplar las cuentas de activo operativo de corto plazo de inventarios, cuentas a cobrar y otros activos corrientes. Para el pasivo operativo de corto plazo cuentas a pagar y otros pasivos corrientes.

Cuando nos referimos a las cuentas por cobrar, en las notas de los estados contables, se indica que se refiere a estas por su valor nominal, cuyo deterioro refleja pérdidas esperadas calculadas en

base al pasado. Y que este riesgo está contenido en una póliza de riesgo de crédito. Con respecto a los inventario se valúan al menor costo o al costo de realización. La cuenta de otros activos corrientes está compuesta por: cuentas a cobrar relacionadas con empleados y gastos pagado con anticipación.

Finalmente la cuenta de otros pasivos corrientes está conformada por: cuentas por pagar relacionadas con empleados y saldos acreedores de cuentas por cobrar comerciales.

*Tabla 8 - Evolución histórica capital de trabajo operativo neto L'Oréal (2019-2021)*

Millones de EUR	2019	2020	2021
Activos corrientes			
Inventarios	2.921	2.675	3.567
Cuentas por cobrar	4.087	3.511	4.021
<b>TOTAL AC</b>	<b>7.008</b>	<b>6.168</b>	<b>7.588</b>
Pasivos corrientes			
Cuentas por pagar	4.658	4.765	6.068
<b>TOTAL PC</b>	<b>4.658</b>	<b>4.765</b>	<b>6.068</b>
<b>CAPITAL DE TRABAJO O. NETO</b>	<b>2.350</b>	<b>1.403</b>	<b>1.520</b>

*Fuente: Elaboración propia según Estados Financieros de L'Oréal.*

San Andrés

## 6. Valuación

### 6.1 Consideraciones preliminares

Para la realización de la valuación de L'Oréal, utilizaremos la metodología de flujo de fondos descontados (FCF). Así estimaremos el valor de ella con fecha 31 de diciembre de 2021, siendo este el último cierre de ejercicio. Dentro de este modelo, elegiremos hacerlo a través del flujo de fondos de la firma. El cual está determinado por los flujos de fondos que genera la empresa disponibles para ser entregado a sus dueños, ya sea acreedores o accionistas. Pero no considera el pago de intereses financieros.

La elección de este modelo está relacionada con que es útil para empresas establecidas, como es el caso de L'Oréal.

Primero, realizaremos un pronóstico de cuáles serán los futuros flujos de fondos esperados, período por período, y segundo, descontaremos los valores proyectados al tiempo presente, considerando el costo de oportunidad de esos fondos. Una de las desventajas del modelo es que requiere la estimación de muchas variables, y a veces puede ser subjetivo. Pero nos da la posibilidad de entender mejor que otros métodos a la empresa y a la industria en general.

Para comenzar con el armado del FCF es necesario determinar una cantidad de años que se espera la empresa con un crecimiento, y luego un valor terminal, que implica la perpetuidad de la empresa con un crecimiento más constante que los flujos determinados anteriormente.

En este caso, para determinar el valor terminal, consideraremos que dentro de 5 años la empresa tendrá un crecimiento estable y sostenido en el tiempo.

En un segundo lugar debemos estimar una tasa de descuento que contenga una tasa libre de riesgo que refleje el valor tiempo del dinero, a lo que se le agrega el riesgo propio del negocio, y también debemos contemplar el costo de oportunidad es el retorno que una empresa podría esperar ganar en una inversión alternativa que implique el mismo riesgo.

El factor de descuento que utilizaremos es el promedio ponderado del capital (WACC), que como indica su nombre está determinado según la estructura de capital de la empresa. Para esto vamos a calcular, por un lado  $K_e$  es el costo de fondos propios, y  $K_d$  es el costo de la deuda.

En el caso de nuestra empresa cuya información financiera se encuentra en euros (por ser una empresa francesa), vamos a transformar los flujos de fondo a moneda de dólares estadounidenses.

Esto se debe a que tanto los flujos como la tasa seleccionada deben tener la misma moneda. Como elegiremos una tasa libre de riesgo en dólares, entonces realizaremos la proyección de los cash flows en la misma moneda.

## 6.2 Flujo de fondos disponible para la firma

El mismo se calcula de la siguiente manera:

EBIT (1 – TASA IMPOSITIVA)
+ DEPRECIACION
- INVERSION DE CAPITAL (CAPEX)
+/- CAMBIOS EN CAPITAL DE TRABAJO
= FREE CASH FLOW TO FIRM
= FCFF

Como indicamos al inicio de esta sección, tomaremos el resultado antes de impuestos, porque no debemos considerar el pago de intereses financieros. Pero sobre éste aplicaremos la tasa impositiva correspondiente. Debemos sumarle las depreciaciones dado que son un concepto contable (aunque muchas veces son necesidades de inversión), por lo que le restaremos las inversiones de capital (por mantenimiento – crecimiento – adquisiciones). A este concepto en adelante lo llamaremos CAPEX. Y por último sumarle o restarle las variaciones en el capital de trabajo según corresponda.

Vamos a realizar la valuación de L'Oréal con una proyección de flujo de fondos 5 años y luego un valor terminal. Este análisis lo haremos por región, y luego lo consolidaremos para llegar a un valor del capital accionario de la firma global. El período de tiempo está relacionado con que es una empresa madura y estable.

### 6.2.1 Crecimiento de ventas

En este punto debemos considerar algunos elementos. Por un lado en el 2021 observamos un crecimiento de las ventas netas del 15%. Pero debemos tener en cuenta que esto está directamente relacionado con la pandemia y la baja de actividad en el 2020. Por lo tanto si mantuviéramos el



crecimiento dado los años anteriores, desde el 2014 entre el 3,9% y el 5,5%, y consideráramos el mismo crecimiento para el 2020, en el 2021 estaríamos en los mismos ratios de crecimiento.

Para el futuro hay que tener en cuenta el incremento que está demostrando el canal online, sin afectar al resto de los canales históricamente utilizados. También los avances tecnológicos, que no solo generan mejora en los productos, sino también facilidad de los clientes al momento de la compra, como vimos en la sección de innovación, las diferentes aplicaciones que brindan información tan confiable como la de los profesionales.

Otro elemento que posiblemente continúe en crecimiento los próximos años, es la división de cosméticos activos. Se han hecho algunos estudios y encuestas en este último tiempo, y los expertos coinciden en que, cada vez más, las personas son conscientes de la salud de su piel. Y por lo tanto de su cuidado. El hecho de que L'Oréal esté comenzando a desarrollar productos dermatológicos de alta calidad, y además una variedad según las necesidades de los consumidores, es un indicio de un potencial crecimiento en esta rama. Tal es así, que los directores de la empresa esperan seguir invirtiendo en Investigación y Desarrollo, para que este módulo crezca en los próximos años.

Como vimos durante el análisis de la industria, las diferentes regiones han tenido distinto comportamientos a través del tiempo. Por lo que vamos a analizar las ventas proyectada de cada una de ellas.

Con respecto a la cuota de mercado esperada para L'Oréal, y considerando la historia de esta, entendemos que tanto en la región de Asia del Norte como en el Sudeste Asiático, aumentará un 1 % cada año de los 5 proyectados, para luego mantenerse a partir del Valor Terminal. En el caso de Asia del Norte se debe a que como consecuencia de la inversión realizada por la empresa en centros de I+D en la región, con la finalidad de poder ofrecer productos de interés específico de sus consumidores, L'Oréal fue creciendo en sus ventas a niveles más altos que lo que creció la industria cosmética en la región. Esto muestra un incremento en la participación de mercado que ha tenido la firma a través de los años. De hecho, durante el 2020 fue la única región en la que hubo un aumento de ventas para la firma. Cuando nos referimos al crecimiento esperado en el Sudeste Asiático, el caso es similar al anterior, ya que, también la participación de L'Oréal en el mercado venía creciendo hasta 2020. Sin embargo no solo se vio afectado por el Covid19 durante ese año, sino también en 2021 por nuevos cierres en la región. Así y todo, fue la región que más incremento de ventas tuvo en el canal digital, el cual como dijimos anteriormente, es un foco de desarrollo y crecimiento esperado de L'Oréal. Con respecto al resto de las regiones mantendremos cuotas de

mercado constantes, en el caso de Europa y América del Norte, son regiones ya establecidas y con un mercado más estable, donde no se ha crecido a nivel participación en los últimos 8 años. Si hablamos de América Latina, ha tenido comportamientos más variables a través del tiempo, pero si consideramos el CAGR de las ventas de la compañía, llegamos a la conclusión que no habrá cambios en su participación.

El crecimiento de mercado de la industria esperado por región se realizará de la siguiente manera:

Europa: 1% de crecimiento anual. Esto se debe a que se está aún recuperando de la crisis y los cierres del 2020, no habiendo llegado durante el 2021 a los niveles del año previo. Sin embargo se espera una recuperación en los próximos años, pero el mercado se mantendrá, no seguirá creciendo. Esto se debe a que algunos países de esta región han ido disminuyendo sus consumos en la industria con el paso de los años, aunque esta fuera la zona con más historia en la cosmética.

América del Norte: 4,5% de crecimiento anual. Esta región tuvo una gran recuperación en 2021, superando niveles del 2019 ampliamente. Por lo que se espera que mantenga el nivel de crecimiento de los años anteriores.

Asia del Norte: 4,9% de crecimiento anual. Si observamos el CAGR de la industria, es un poco menor al crecimiento estimado. Sin embargo, este se vio afectado por la baja en las ventas ocurrida en 2021 como consecuencia de los cierres de los mercados nombrados anteriormente, por un rebrote del Covid19. Pero hay indicios de que desde el 2022 las vías de crecimiento sean similares a las de los años anteriores. Siendo un mercado con una gran expansión, y teniendo en cuenta también que ya no hay restricciones sanitarias.

Sudeste Asiático: 5% de crecimiento anual. Es un caso similar al de Asia del Norte, donde recién en el último trimestre de 2021 se abrieron los mercados. Lo que indica que a partir de 2022 tendrá un crecimiento similar al de los años anteriores. Un detalle que nombra el directorio de L'Oréal con respecto a este sector, es que el estado genera incentivos en esta industria con la finalidad de aumentar el consumo.

Latinoamérica: 3% de crecimiento anual. Esta es la región que más variabilidad ha tenido a través de los años. Sin embargo, Brasil, se convirtió en un consumidor muy importante de la zona y ha generado una estabilidad en la misma.

Estos aumentos están dentro de los rangos proyectados por el World Economic Outlook.

Otro elemento para determinar las ventas proyectadas en USD, tendremos en cuenta la inflación esperada de dicha moneda en los próximos años. Siendo para el 2022 del 6%, 2023 del 4,5%, 2024 del 3,8%, 2025 3%, 2016 2,2%.

Por último, siendo que en la sección de la empresa expusimos las ventas en EUR, para poder exponer las mismas en USD, tomaremos el tipo de cambio de EUR/USD 1,132, que es el del 31 de diciembre de 2021.

A continuación mostraremos una tabla con las ventas proyectadas por región para L'Oréal.

**Tabla 9 - Ventas proyectadas 2022/2026**

(Millones de USD)

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Europa	11.529	12.343	13.027	13.658	14.208	14.666
Amér. del Norte	9.233	10.374	11.492	12.644	13.805	14.955
Asia del Norte	11.165	12.551	13.909	15.311	16.725	18.127
Sudeste Asiático	2.617	2.970	3.323	3.692	4.072	4.455
América Latina	2.006	2.190	2.357	2.520	2.674	2.815
<b>TOTAL</b>	<b>36.550</b>	<b>40.428</b>	<b>44.108</b>	<b>47.825</b>	<b>51.482</b>	<b>55.017</b>

Fuente: Elaboración propias sobre reporte anual de L'Oréal 2021.

## 6.2.2 Márgenes

Desde el 2017 los márgenes operativos y sobre ventas, se mantuvieron estables sin grandes modificaciones. Mismo en el 2020 donde las ventas tuvieron una baja, los márgenes no se vieron castigados de la misma manera, dado que muchos costos y gastos también disminuyeron. No así en el 2021, pero tal como indicamos con las ventas, el salto y la recuperación generó márgenes mayores a lo esperado. Aunque como consecuencia de esto se aumentaron los gastos de publicidad y de Investigación y Desarrollo, éstos no llegaron a compensar el alza de las ventas.

Así mismo, hay que considerar que es una industria que se pretende y se entiende se mantendrá en un nivel de crecimiento importante pero constante, y también contemplando toda la información del pasado, proyectamos márgenes tanto operativos como sobre ventas estables para el futuro.

Es por esto que para proyectar el margen sobre ventas, utilizaremos un promedio de los últimos 5 años, siendo este de 18.56%. Es importante destacar que en la fecha de realización del trabajo, teniendo como información los informes financieros del primer trimestre del 2022 tanto de L'Oréal como de empresas de la competencia, y algunas proyecciones de la dirección de la compañía, el impacto de la inflación se pudo trasladar (y se espera que así continúe) en su totalidad a los precios. Lo cual implicó que, en el escenario base, no proyectemos una reducción de los márgenes. Por un lado, viendo los resultados del primer trimestre del 2022, el EBIT/ventas se mantuvo en el mismo porcentaje que el mismo trimestre del año anterior. Por otro, el alto mando de la firma indica que, por tratarse de productos de consumo, que los clientes utilizan en su vida cotidiana, es muy posible que dicho margen no se vea afectado.

Finalmente, sí vamos a tener en cuenta una afectación en los márgenes al momento de desarrollar los escenarios pesimista y optimista. En el primer caso contrayéndolo un 0,4% para cada uno de los cinco años proyectados, y en el segundo aumentándolo un 0,3% anual para el mismo período.

### 6.2.3 Bienes de capital (CAPEX)

Para proyectar los bienes de capital tomaremos la relación de la historia de CAPEX con respecto a las ventas de ese período. Así obtenemos los siguientes importes y porcentajes:

*Tabla 10 - CAPEX histórico 2017-2021. (En millones de USD)*

	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas	29.459	30.427	33.818	31.687	36.550
CAPEX	1.533	1.561	1.988	1.733	2.120
<b>% CAPEX / ventas</b>	<b>5,21%</b>	<b>5,13%</b>	<b>5,88%</b>	<b>5,47%</b>	<b>5,80%</b>

*Fuente: Elaboración propias sobre reporte anual de L'Oréal 2021.*

Así, contemplaremos un porcentaje promedio entre los tres años. Dicho porcentaje será el que utilizaremos para nuestro análisis de los futuros años. Siendo este de 5,5 %. Este fue aplicado sobre las ventas proyectadas. Obteniéndose un CAGR de 7,5%.

*Tabla 11 - CAPEX proyectado 2022-2026. (En millones de USD)*

	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Ventas	40.428	44.108	47.825	51.483	55.017
% CAPEX / ventas	2.224	2.426	2.630	2.832	3.026
<b>% CAPEX / ventas</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5%</b>

Fuente: Elaboración propias sobre reporte anual de L'Oréal 2021.

#### 6.2.4 Depreciaciones y amortizaciones

Para la estimación de las Depreciaciones y Amortizaciones, lo primero que se analizará es el porcentaje que representan éstas sobre los Activos No Corrientes (Propiedad Planta y Equipo + GoodWill o Valor Llave + Activos Intangibles). Así en la próxima tabla observamos los porcentajes de amortizaciones y depreciaciones sobre activos fijos brutos desde 2017 a 2021. Obteniendo como promedio 9,03%, que es lo que utilizaremos para nuestra proyección.

*Tabla 12 - Depreciaciones y amortizaciones históricas 2017-2021*

Millones USD	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Prop, planta y equi	10.517	11.226	11.808	11.226	11.342
Act Intangibles	4.693	5.484	5.855	6.158	6.646
Amort y Deprec	1.161	1.239	1.830	1.833	1.651
<b>% sobre activos fijos</b>	<b>7,65%</b>	<b>7,5%</b>	<b>10,36%</b>	<b>10,5%</b>	<b>9,18%</b>

Fuente: Elaboración propias sobre reporte anual de L'Oréal 2021.

Por otro lado, para poder proyectar los activos no corrientes, se considerará que estos acompañarán a la proyección del CAPEX, indicado en el punto anterior. Así obtendremos las depreciaciones y amortizaciones proyectadas para el período 2022-2026.

*Tabla 13 - Depreciaciones y amortizaciones proyectadas 2022-2026*

Millones USD	2022	2023	2024	2025	2026
Prop, planta y equipo	12.192	13.106	14.089	15.146	16.282
Activos Intangibles	7.144	7.680	8.256	8.875	9.541
<b>Amort y Deprec</b>	<b>1.746</b>	<b>1.877</b>	<b>2.017</b>	<b>2.169</b>	<b>2.332</b>

Fuente: Elaboración propias sobre reporte anual de L'Oréal 2021.

### 6.2.5 Capital de trabajo

Para la estimación de capital de trabajo, se analizó la relación histórica entre el capital de trabajo neto (inventario + cuentas a cobrar – proveedores), y las ventas. La información relativa al capital de trabajo la obtuvimos del apartado de análisis financiero, pero en este caso para que sea útil al momento de la valuación, lo convertiremos a moneda USD.

*Tabla 14 - Capital de trabajo operativo neto histórico 2019-2021*

En Millones de USD	2019	2020	2021
Ventas	33.818	31.687	36.550
Capital de trabajo	2.660	1.588	1.720
<b>% cap de trabajo/ventas</b>	<b>7,6%</b>	<b>5,01%</b>	<b>4.70%</b>

Fuente: Elaboración propias sobre reporte anual de L'Oréal 2021.

Obteniendo como promedio de este desde el 2019 al 2021 un porcentaje de 5,45%

*Tabla 15 - Capital de trabajo operativo neto proyectado 2022-2026*

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Capi Tr Neto	1.720	2.304	2.514	2.726	2.934	3.136
% ventas		5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
<b>Variación</b>		<b>-584</b>	<b>-210</b>	<b>-212</b>	<b>-208</b>	<b>-201</b>

Fuente: Elaboración propias sobre reporte anual de L'Oréal 2021.

La variación del capital de trabajo neto se calcula como la diferencia interanual en millones de USD. Este concepto será el que se utilice al momento de estimar el flujo de fondos disponibles para la firma. Las variaciones positivas, o aumentos del capital de trabajo neto tendrán un impacto negativo, y por lo tanto se restarán. Las variaciones negativas o disminuciones tendrán un efecto positivo y deberán ser adicionadas al flujo. En la Tabla 14, las variaciones del capital de trabajo neto se exponen teniendo en cuenta el efecto que tendrán sobre el flujo de fondos (los aumentos se exponen con signo negativo y las disminuciones con signo positivo).

### **6.2.6 Impuestos**

Según indica el reporte realizado por el Banco Santander y la consultora KPMG, en Francia, a partir del 2022 la tasa de impuesto corporativo a las ganancias será del 25% fija para las empresas grandes. Ya no dividida por ingresos como fue hasta el 2021. Por lo tanto es la tasa que utilizaremos para nuestra proyección.

### **6.3 Tasa de descuento**

Como comentamos, identificar la tasa de descuento de la compañía es fundamental para nuestra valuación.

Esta debe contener una tasa libre de riesgo que refleje el valor tiempo del dinero, a lo que se le agrega el riesgo propio del negocio, y también debemos contemplar el costo de oportunidad. Es decir considera el costo de financiamiento de una empresa.

Al valuar la empresa a través de flujos de fondos descontados de la firma, debemos incorporar en la tasa toda la estructura del capital. Es decir el costo de financiamiento de todos los integrantes, tanto accionistas como acreedores. Siendo los primeros los que aportan el capital a la misma, y los segundos los que le prestan fondos, recibiendo en un tiempo determinado el capital otorgado más una tasa de interés.

Para poder entender el cálculo del costo promedio ponderado indicaremos su fórmula y los elementos que la componen:

$$WACC = K_e * E / (E+D) + K_d * D / (E+D) * (1-t)$$

**Siendo:**

WACC= Costo Promedio Ponderado.

K<sub>d</sub>= Costo de la deuda

K<sub>e</sub>= Costo de capital propio

E= Valor de mercado del capital propio

D= Valor de mercado de la deuda financiera

t= tasa impositiva

Por un lado K<sub>d</sub> será el interés esperado por los acreedores y K<sub>e</sub> el retorno esperado por los accionistas. En este caso debemos restarle la tasa impositiva, ya que como dijimos al comienzo de este apartado, el costo se calcula antes de impuestos. El costo de la deuda es menor que el costo de capital, dado que en una situación de incapacidad por parte de la empresa, los acreedores tendrán prioridad por sobre los accionistas. Esto genera mayor riesgo y por tanto, mayor retorno requerido por estos últimos.

Ahora indicaremos como calculamos cada uno de los factores que componen el WACC:

**6.3.1 Costo del capital – K<sub>e</sub>**

$$K_e = R_f + \beta * PRM$$

**Siendo:**

R<sub>f</sub>=Tasa libre de riesgo

B= Beta

PRM= Prima de Riesgo del Mercado

**Tasa libre de riesgo – R<sub>f</sub>**

A modo teórico la tasa libre de riesgo es aquella inversión que no tiene riesgo para el inversionista. Este ofrece un rendimiento seguro en una unidad monetaria y en un plazo determinado, donde no existe riesgo crediticio ni riesgo de reinversión ya que, vencido el período, se dispondrá del efectivo.

La tasa libre de riesgo seleccionada para este cálculo debe ser la de cupón cero, del plazo de la proyección realizada.



En nuestro caso al tratarse de una empresa francesa, todos los datos expresados hasta el momento fueron realizados en euros. Pero como ya expresamos, utilizaremos una tasa libre de riesgo estadounidense, específicamente la de las Notas del Tesoro de Estados Unidos a 10 años. La misma el 31 de diciembre de 2021 es de 1,51%.

### **Pirna de Riesgo del Mercado – PRM**

La prima de riesgo del mercado representa una recompensa que se le adiciona a la tasa libre de riesgo, considerando la prima requerida para un portafolio diversificado del mercado en análisis. Es decir, el adicional que se requiere a la tasa libre de riesgo, como consecuencia del riesgo del mercado.

En este caso utilizaremos una base histórica para estimar dicha prima. Aunque hay opiniones diversas sobre este método, siendo que no siempre los datos históricos son predictores del futuro, utilizaremos el índice MSCI World desde el año 1987.

*Tabla 16 - Calculo prima de riesgo del mercado*

Retorno MSCI World (1978/2021)	7,81%
Notas del Tesoro EEUU (31 de diciembre de 2021)	1,52%
<b>Prima de Riesgo del Mercado</b>	<b>6,29%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a datos de MSCI WORLD INDEX (USD).*

### **Beta**

El Beta representa el riesgo extra que una inversión genera a un portafolio diversificado. Es decir, aquel riesgo específico, que aun diversificando el portafolio no se puede eliminar. De esta manera se mide la sensibilidad del activo según modificaciones o cambios en el mercado.

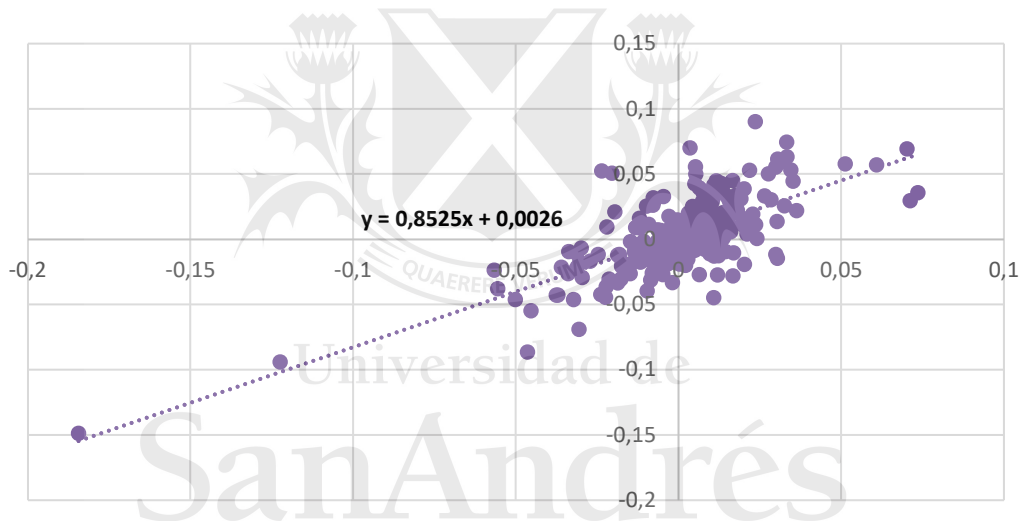
El primer paso para calcular el beta, es seleccionar un índice que sea representativo para comparar con nuestra empresa. Por eso, siendo que L'Oréal es una empresa con el valor de sus acciones de EUR, elegiremos el Euro STOXX 600. Dado que es un índice que incorpora las 600 empresas europeas principales (distribuidas en 17 países europeos).

Una vez seleccionado el índice, obtendremos la información de sus retornos y los de L'Oréal de los últimos 5 años. Utilizaremos retornos semanales.

De esta información resultará la relación entre ambos valores.

Calculamos el beta de L'Oréal a través del método de regresión obteniendo un valor de esta de 0,85. Con este valor podemos indicar que la firma tiene un comportamiento no agresivo. Es decir, que cambios en el mercado en su conjunto, provocan una variación menor en el activo en análisis. Así como tiene su aspecto positivo siendo que lo hace una empresa interesante por su baja volatilidad ante cambios en el mercado. Por supuesto que en momentos de alza del mercado, su aumento será menor a la de empresas con mayores betas.

Gráfico 37 - Beta L'Oréal



Fuente: Elaboración propia en base a datos Yahoo Finance.

Tabla 17 - Regresión lineal simple de L'Oréal

ESTADISTICAS REGRESION	
Coefficiente de correlación múltiple	0,7100939555
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,5042334256
R <sup>2</sup> ajustado	0,50231184977
Error típico	0,01646995244
Observaciones	260

	<b>Grado de Libertad</b>	<b>Suma de cuadrados</b>	<b>Promedio de cuadrados</b>	<b>F</b>
<b>Regresión</b>	1	0,071180131	0,071180131	262,4062019
<b>Residuos</b>	258	0,069984908	0,000271259	
<b>Total</b>	259	0,141165039		

*Fuente: Elaboración propia en base a datos Yahoo Finance.*

Con respecto al coeficiente de determinación que se refiere a la proporción de la varianza que es explicada por nuestro modelo, es decir, explicada por cambios en el mercado. En nuestro caso implica que el 50,42% de los cambios en las precios de la acción se pueden explicar por movimientos del mercado.

Si consideramos los betas de los principales competidores obtenemos que para el caso de Esteé Lauder es de 0,95, para Coty 1,8 y para Shiseido 0,74. Estas están apalancadas según su nivel de endeudamiento. Por lo tanto las desapalancaremos y apalancaremos nuevamente según el nivel de deuda de L'Oréal. Esto lo mostramos en la tabla 18.

*Tabla 18 - Betas de compañías competidoras*

	<b>Esteé Lauder</b>	<b>Coty</b>	<b>Shiseido</b>
Beta apalancado	0,95	1,8	0,74
D/E	0,056	0,79	0,089
Tasa impositiva	0,21	0,21	0,232
<b>Beta desapalancado</b>	0,91	1,10	0,69
Beta des. Promedio		0,90	
<b>Beta L'Oréal</b>		0,93	

*Fuente: Elaboración propia en base a datos Yahoo Finance.*

El beta obtenido a través del cálculo de comparación es de 0,93, el cual tiene relación con el resultante de la regresión lineal.

### 6.3.2 Costo de la deuda – $K_d$

Siendo que L'Oréal no posee bonos en dólares, para poder calcular el costo de capital tomaremos el promedio de los rendimientos de dos compañías con un rating crediticio similar al del L'Oréal, las cuales tienen bonos emitidos en dólares de un período similar a la empresa. Las firmas seleccionadas para este análisis son Procter & Gamble (AA-) y Estée Lauder (A+). El rating de L'Oréal según Standards and Poors es AA. Es importante destacar que también consideramos compañías como Shiseido y Coty, pero en el caso de la primera no posee bonos en USD y la segunda tiene un rating BB.

Las emisiones de L'Oréal son al 2026. Para esos mismos plazos el rendimiento promedio de los bonos de las empresas recién mencionadas asciende a 1,485%. El cual será el  $K_d$  que utilizaremos para L'Oréal.

### 6.3.3 Estructura del capital

Lo último que debemos contemplar para determinar el costo promedio ponderado del capital es su estructura de capital. Es decir, cuáles serán las proporciones de capital propio y de deuda. Requiriendo el capital propio un rendimiento mayor, como consecuencia de su mayor riesgo.

Para la realización de nuestro análisis mantendremos la estructura que L'Oréal tiene al 31 de diciembre de 2021. Esta está compuesta por 2,7% correspondiente a deuda financiera, y 97,3% correspondiente a capital propio.

### 6.3.4 Costo promedio ponderado del capital – WACC

Con todos los datos detallados en los puntos anteriores estamos en condiciones de calcular el costo promedio ponderado del capital de L'Oréal.

*Tabla 19 - Costos promedio ponderado del capital – WACC*

<b>Costo Capital Propio</b>	<b>6,86%</b>
Tasa libre de riesgo	1,51%
Beta L'Oréal	0,85
Prima de Riesgo	6,29%
<b>Costo de la deuda</b>	<b>1,17%</b>
Costo de la deuda antes de impuestos	1,485%
Tasa de impuesto a las ganancias	21,15 %
<b>Estructura del capital</b>	
Capital Propio / Patrimonio Neto	97,3%
Deuda Financiera / Patrimonio Neto	2,7%
<b>WACC</b>	<b>6,71%</b>

*Fuente: Elaboración propia.*

#### 6.4 Valor terminal

El valor terminal es aquel que se encuentra luego del período proyectado. Se estima, que a partir de ese momento, la empresa crecerá de manera estable. Es viable establecer el valor terminal cuando se espera que el negocio crezca a niveles de mercado o menores.

El cálculo de este se realiza de la siguiente manera:

$$\text{Valor Terminal} = \text{Free Cash Flow} / (r-g)$$

#### Donde:

Free cash flow: Flujo de caja del próximo período

r= tasa de descuento

g= tasa de crecimiento esperada

En nuestro caso utilizaremos un modelo de crecimiento estable. Que como indicamos recientemente, se calcula según el momento en el que consideramos que la firma comienza a crecer de esta manera. Con respecto a la tasa de descuento, utilizaremos la anteriormente calculada.

La variable g, el crecimiento, la definiremos como el crecimiento real proyectado del PBI que informó el FMI en el World Economic Outlook de enero 2022. Donde indica un crecimiento de 3% a nivel mundial para el año 2026.

Dado que no todas las regiones tienen la misma estimación de crecimiento futuro, haremos un promedio ponderado por la participación de L'Oréal en cada una de ellas, según las proyecciones de crecimiento.

*Tabla 20 - Promedio de crecimiento proyectado en Valor Terminal por región*

	Crec. proyectado	Porcentaje de ventas	Promedio ponderado
Europa	1,6%	31%	0,51%
América del Norte	1,7%	25%	0,40%
Asia del Norte	4,2%	31%	1,30%
Sudeste Asiático	4,3%	7%	0,30%
América Latina	2,4%	6%	0,14%
<b>TOTAL</b>			<b>2,6%</b>

*Fuente: Elaboración propia según World Economic Outlook abril 2021.*

Como consecuencia de factores competitivos y posibles entradas de nuevos competidores y preferencias del consumidor, entendemos que la empresa a partir de este término no va a poder crecer al mismo nivel que el mercado en su conjunto. Por lo que consideramos que el crecimiento real en esta instancia será del 2%.

Posteriormente, se realizaron ajustes con el fin de obtener una tasa nominal de crecimiento, y para ello se utilizaron los datos de inflación esperada provistos por el FMI para 2027, la cual asciende al 2%.

Como resultado obtenemos que el crecimiento g esperado para el Valor Terminal es 4%.

## 6.5 Resultado de la valuación por DCF

En el Anexo 1, 2, 3 y 4, encontraremos los escenarios proyectados para el flujo de fondos descontado de la firma. En ese apartado se pueden ver los cálculos de la valuación con mayor apertura.

Los mismos están realizados con la información expuesta anteriormente, en USD. El valor por acción obtenido lo convertiremos a moneda EUR, para conocer el valor del capital accionario de la firma al 31 de diciembre de 2021.

*Tabla 21 - Resultado valuación L'Oréal*

*(en millones de dólares – excepto valor de la acción unitaria)*

<i>Fecha: 31 de diciembre de 2021</i>	
Tasa de descuento (WACC)	6,72%
Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	3,4%
Valor de L'Oréal	211.122
Caja y equivalentes al 31/12/2021	3.072
Deuda financiera al 31/12/2021	-7.132
Valor del P.N. L'Oréal	207.062
Cantidad de acciones al 31/12/2021 (total)	557.672.360
<b>Precio por acción en USD</b>	<b>371,30</b>
<b>Precio por acción en EUR</b>	<b>328,00</b>

*Fuente: Elaboración propia.*

En la tabla podemos observar que el valor de L'Oréal al 31 de diciembre de 2021 es de USD 211.122 millones. Habiendo también calculado el valor del capital accionario. Su resultado corresponde a sumarle la caja y equivalentes al valor de la empresa, y restarle la deuda financiera. Este importe asciende a USD 207.062 millones.

Finalmente esto nos arroja un valor por acción de USD 371,3 y EUR 328.

## Escenarios

Siendo que los supuestos planteados para la realización del cálculo del valor de la firma son la información más viable que conocemos hoy, es importante analizar posibles escenarios con el fin de entender cambios en las variables presupuestadas.

Para el caso del escenario optimista ascenderemos anualmente el margen EBIT/ventas en un 0,3% desde el 2023 hasta el año 2026 inclusive. Generando para el total de nuestra proyección un incremento de este en un 1,2%. Para el pesimista disminuirémos dicho margen en un 0,4% anual para el mismo período, obteniendo una contracción en todo el período presupuestado del 1,6%.

A continuación mostraremos una tabla con los diferentes resultado

*Tabla 22 - Análisis de escenarios de valuación al 31 de diciembre de 2021*

*(en millones de dólares – excepto valor de la acción unitaria).*

Tipo de escenario	Base	Optimista	Pesimista
Tasa de descuento (WACC)	6,72%	6,72%	6,72%
Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	3,4%	3,4%	3,4%
Valor de L'Oréal	211.122	233.790	191.246
Caja y equivalentes al 31/12/2021	3.072	3.072	3.072
Deuda financiera al 31/12/2021	-7.132	-7.132	-7.132
Valor del P.N. L'Oréal	207.062	229.730	187.186
Cantidad de acciones al 31/12/2021 (total)	557.672.360	557.672.360	557.672.360
<b>Precio por acción en USD</b>	<b>371,30</b>	<b>411,95</b>	<b>335,66</b>
<b>Precio por acción en EUR</b>	<b>328,00</b>	<b>363,90</b>	<b>296,52</b>

*Fuente: Elaboración propia.*



## 7. Valuación relativa: por múltiplos de empresas comparables

Para realizar las valuaciones por múltiplos es importante seleccionar empresas que coticen en bolsa y que tengan características que las hagan comparables con la compañía que estamos valuando. Dependiendo del múltiplo elegido tendrán que ser similares en relación con su rentabilidad, su riesgo, su tamaño.

Este tipo de valuación nos sirve como complemento de la valuación con flujos de fondos descontados. Ya que, es más sencilla de realizar y pretende menos supuestos. Pero al tener menos elementos en consideración, la información obtenida puede no ser del todo confiable para valorar una empresa. Pero sí, para comparar con la valuación ya realizada y observar si se comportan de la misma manera.

Debemos elegir el múltiplo más adecuado según las características del negocio. Para este caso seleccionaremos el múltiplo EV/EBITDA. Este nos da la posibilidad de comparar empresas con diferente estructura de capital, lo cual es muy útil en este caso, siendo que las empresas con las que compararemos, que son las principales competidoras de L'Oréal, tienen una estructura de capital sustancialmente diferente. El cálculo de este se realiza de la siguiente manera:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Valor empresa}}{\text{Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones}}$$

*Valor empresa = Capitalización de mercado + Deuda – Caja*

Tabla 23 - Compañías del mercado comparables con L'Oréal

Compañía	EV/EBITDA	Mg EBITDA	Mg Operativo	ROA	Crec. EBITDA	Crec. Ventas
Esteé Lauder	23,45 x	20,16%	21,60%	11,40%	10,52%	7,58%
Coty	21,33 x	13,52%	10,02%	5,85%	10,21%	1,26%
P&G	16,52 x	27,22%	23,80%	15,08%	4,63%	3,14
<b>Promedio</b>	<b>20,4 x</b>	<b>20,30%</b>	<b>18,47%</b>	<b>10,78%</b>	<b>8,45%</b>	<b>4%</b>
L'Oréal	21x-25 x	25,26%	18,88%	14,32%	7,83%	4,54%

Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de P&G, Esteé Lauder, Unilever y L'Oréal.

En base a los resultados expuestos, pueden verse que margen EBITDA es mayor al del promedio de las compañías comparadas. Y también vemos que con respecto al ROA, el de L'Oreal es mayor al de casi todas las compañías comparadas. Por lo tanto, el rango razonable de múltiplos seleccionado será de 21x a 25x, con un punto medio de 23x.

*Tabla 24 - Valuación de L'Oréal por compañías comparables  
(en millones de dólares – excepto valor de la acción unitaria)*

<b>Múltiplo de mercado</b>	<b>EV/EBITDA</b>		
	<b>21 X</b>	<b>23 X</b>	<b>25 X</b>
EBITDA L'Oréal	8.288	8.288	8.288
<b>Valuación por múltiplo EV/EBITDA</b>			
Valor de L'Oréal	174.048	190.624	207.200
Valor deuda financiera	-7.132	-7.132	-7.132
Valor caja y equivalentes	3.072	3.072	3.072
<b>Valor del PN L'Oréal</b>	<b>169.988</b>	<b>186.564</b>	<b>203.140</b>
Cantidad de acciones	557.672.360	557.672.360	557.672.360
<b>Precio de acción en USD</b>	<b>305</b>	<b>335</b>	<b>364</b>
<b>Precio de acción en EUR</b>	<b>270</b>	<b>296</b>	<b>322</b>

*Fuente: Elaboración propia.*

De acuerdo con lo expuesto en la tabla 21, el valor del capital accionario y del precio de las acciones que surgen de la valuación por el múltiplo EV/EBITDA son más bajos que los obtenidos a través de la valuación por DCF.

Por último, se realizó un análisis de sensibilidad para evaluar cómo se comporta la variable ante cambios en los múltiplos o en el valor que podría tomar el EBITDA.

Tabla 25 - Análisis de sensibilidad del valor accionario de L'Oréal

(en millones de dólares)

EBITDA	19X	21X	23X	25X	27X
<b>7.672</b>	138.058	153.018	167.978	182.938	197.898
<b>8.076</b>	145.538	161.286	177.033	192.780	208.527
<b>8.501</b>	153.412	169.988	186.564	203.140	219.716
<b>8.926</b>	161.286	178.690	196.095	213.500	230.905
<b>9.372</b>	169.553	187.828	206.103	224.378	242.653

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 26 - Análisis de sensibilidad del precio de la acción de L'Oréal

(en dólares)

EBITDA	19X	21X	23X	25X	27X
<b>7.672</b>	247,6	274,4	301,2	328,0	354,9
<b>8.076</b>	261,0	289,2	317,4	345,7	373,9
<b>8.501</b>	275,1	304,8	334,5	364,3	394,0
<b>8.926</b>	289,2	320,4	351,6	382,8	414,1
<b>9.372</b>	304,0	336,8	369,6	402,3	435,1

Fuente: Elaboración propia.

## 8. Conclusiones

Para finalizar con el análisis y valuación de L'Oréal, es importante destacar que es una empresa con una extensa trayectoria en el mercado. La cual aunque en sus comienzos se especializaba en productos para cabello, con el paso del tiempo fue diversificando los productos ofrecidos. Aunque esto le llevó una inversión importante en I+D y comercialización, le fue muy satisfactorio para poder crecer de manera constante, y disminuir determinados riesgos que podrían relacionarse con especializarse solo en un tipo de producto. De hecho, lo pudimos identificar durante el año 2020, cuando atravesamos el Covid19, si la empresa hubiera mantenido su estructura inicial, podría haber sufrido pérdidas mucho mayores como consecuencia del cierre de peluquerías y establecimientos de belleza. Sin embargo, el tener productos de consumo en el hogar y haber incentivado la comercialización digital, le permitió mantenerse y poder recuperarse rápidamente.

Además si analizamos el precio de sus acciones en el mercado con el paso del tiempo, podemos identificar un crecimiento y aumento del valor de ellas a través de los años. Por supuesto con períodos coros de bajas y caídas, pero con recuperaciones rápidas y, en el largo plazo, con un crecimiento natural.

Aunque la historia no siempre es el mejor parámetro, o es capaz de explicarnos el futuro, los más de 100 años de vida de L'Oréal y su comportamiento sostenido en el tiempo, son esenciales para entender los próximos años. Por supuesto es igual de importante tener en cuenta las estadísticas y comportamientos esperados del mercado, y la intención de seguir en el camino de la innovación y crecimiento por parte de la empresa, con una solvencia que lo permita. Lo cual a través de los estados contables pudimos identificar que es viable.

## 9. Bibliografía

### 9.1 Bibliografía Académica

- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2013). Principles of Corporate Finance. Décima edición.
- Damodaran, Aswath. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. Hoboken (NJ): John Wiley & Sons, Inc, 2006.
- Fernández, P. (2002). Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Academic Press.
- R. Douglas Martin & Timothy T. Simin. “Outlier-Resistant Estimates of Beta”. Taylor & Francis, Ltd., 2003. Web. 10 jun. 2020

### 9.2. Informes / Sitio Web

- **Análisis de la industria**

Global Research & Data Services, Cosmetic, Perfume, and Toiletry Market in the World to 2021.

Mercado de la industria cosmética 2021 Crecimiento estratégico del mercado, fabricantes clave y análisis de la demanda de la industria hasta 2031 .

Revista Industria Cosmética | Noticias de cosmética y novedades en el sector (industriacosmetica.net).

[www.eleconomista.es/status/noticias/10233767/12/19/En-2023-la-industria-cosmetica-generara-800000-millones.html](http://www.eleconomista.es/status/noticias/10233767/12/19/En-2023-la-industria-cosmetica-generara-800000-millones.html)

- **Análisis financiero**

[www.expansion.com/mercados/cotizaciones/valores/l'oreal\\_PAOREA.html](http://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/valores/l'oreal_PAOREA.html)

- **Valuación de la firma**

<https://www.bolsa24.net/comprar-acciones-L'Oréal/>

<https://www.eleconomista.es/mercados/Nueva-York/resumen/Mejores>

<https://www.investing.com/equities/l-oreal>

[https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/NMQ/EUQ/NAQ](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/NMQ/EUQ/NAQ)

<https://www.macrotrends.net/stocks/charts/PG/procter-gamble/financial-statements>

<https://www.macrotrends.net/stocks/charts/EL/estee-lauder/financial-statements>

<https://www.L'Oréal-finance.com/eng/annual-report>

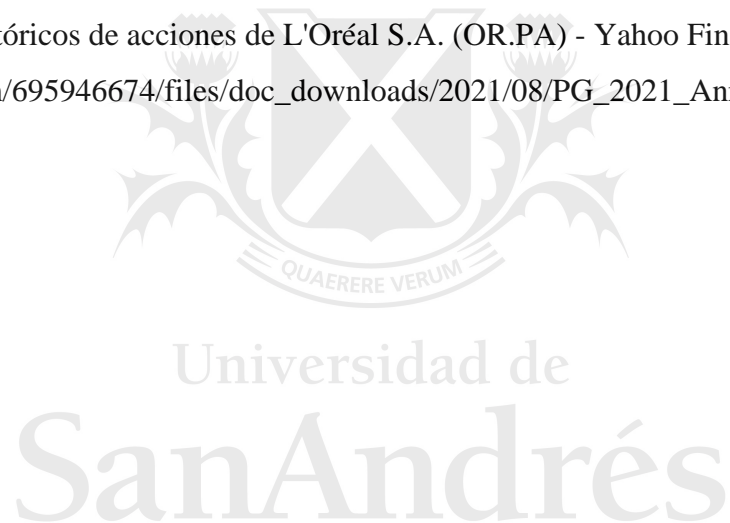
<https://www.L'Oréal.com/en/>

[https://www.L'Oréal.finance.com/system/files/201908/Presentation\\_C\\_Mulliez\\_RIF2018\\_Annexe\\_EN.pdf](https://www.L'Oréal.finance.com/system/files/201908/Presentation_C_Mulliez_RIF2018_Annexe_EN.pdf)

[https://www.L'Oréal.finance.com/system/files/202003/L'ORÉAL\\_2019\\_Universal\\_Registration\\_Document\\_1.pdf](https://www.L'Oréal.finance.com/system/files/202003/L'ORÉAL_2019_Universal_Registration_Document_1.pdf)

Precios y datos históricos de acciones de L'Oréal S.A. (OR.PA) - Yahoo Finanzas

[www.s1.q4cdn.com/695946674/files/doc\\_downloads/2021/08/PG\\_2021\\_Annual\\_Report.pdf](http://www.s1.q4cdn.com/695946674/files/doc_downloads/2021/08/PG_2021_Annual_Report.pdf)



## 10. Anexos

## 10.1 Anexo 1 - Proyección EBIT por región

<b>EUROPA</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Ventas Netas	11.529	12.343	13.027	13.658	14.208	14.666
Costos variables / gastos adm	-9.330	-10.052	-10.609	-11.123	-11.571	-11.944
<b>EBIT</b>	<b>2.199</b>	<b>2.291</b>	<b>2.418</b>	<b>2.535</b>	<b>2.637</b>	<b>2.722</b>
Impuesto	-550	-573	-604	-634	-659	-680
<b>EBIT (1-t)</b>	<b>1.649</b>	<b>1.718</b>	<b>1.813</b>	<b>1.901</b>	<b>1.978</b>	<b>2.041</b>
<b>AMERICA DEL NORTE</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Ventas Netas	9.233	10.374	11.492	12.644	13.805	14.955
Costos variables / gastos adm	-7.472	-8.449	-9.359	-10.297	-11.242	-12.179
<b>EBIT</b>	<b>1.761</b>	<b>1.925</b>	<b>2.133</b>	<b>2.347</b>	<b>2.562</b>	<b>2.776</b>
Impuesto	-440	-481	-533	-587	-641	-694
<b>EBIT (1-t)</b>	<b>1.321</b>	<b>1.444</b>	<b>1.600</b>	<b>1.760</b>	<b>1.922</b>	<b>2.082</b>
<b>ASIA DEL NORTE</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Ventas Netas	11.165	12.551	13.909	15.311	16.725	18.127
Costos variables / gastos adm	-9.036	-10.221	-11.328	-12.469	-13.621	-14.762
<b>EBIT</b>	<b>2.129</b>	<b>2.329</b>	<b>2.582</b>	<b>2.842</b>	<b>3.104</b>	<b>3.364</b>
Impuesto	-532	-582	-645	-710	-776	-841
<b>EBIT (1-t)</b>	<b>1.597</b>	<b>1.747</b>	<b>1.936</b>	<b>2.131</b>	<b>2.328</b>	<b>2.523</b>
<b>SUDESTE ASIATICO</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Ventas Netas	2.617	2.970	3.323	3.692	4.072	4.455
Costos variables / gastos adm	-2.118	-2.419	-2.706	-3.007	-3.316	-3.628
<b>EBIT</b>	<b>499</b>	<b>551</b>	<b>617</b>	<b>685</b>	<b>756</b>	<b>827</b>
Impuesto	-125	-138	-154	-171	-189	-207
<b>EBIT (1-t)</b>	<b>374</b>	<b>413</b>	<b>463</b>	<b>514</b>	<b>567</b>	<b>620</b>
<b>LATINOAMERICA</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Ventas Netas	2.006	2.190	2.357	2.520	2.674	2.815
Costos variables / gastos adm	-1.623	-1.784	-1.920	-2.053	-2.178	-2.292
<b>EBIT</b>	<b>383</b>	<b>406</b>	<b>438</b>	<b>468</b>	<b>496</b>	<b>522</b>
Impuesto	-96	-102	-109	-117	-124	-131
<b>EBIT (1-t)</b>	<b>287</b>	<b>305</b>	<b>328</b>	<b>351</b>	<b>372</b>	<b>392</b>

## 10.2 Anexo 2 - Valor de la firma – Escenario base consolidado

<b>CONSOLIDADO</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Ventas Netas	36.549	40.428	44.108	47.825	51.483	55.017
Costos variables / gastos adm	-29.579	-32.925	-35.922	-38.949	-41.928	-44.806
<b>EBIT</b>	<b>6.970</b>	<b>7.503</b>	<b>8.186</b>	<b>8.876</b>	<b>9.555</b>	<b>10.211</b>
Impuesto	-1.742	-1.876	-2.047	-2.219	-2.389	-2.553
<b>EBIT (1-t)</b>	<b>5.227</b>	<b>5.628</b>	<b>6.140</b>	<b>6.657</b>	<b>7.166</b>	<b>7.658</b>
Amortizaciones / Depreciaciones	1.651	1.746	1.877	2.017	2.169	2.332
CAPEX	-2.010	-2.224	-2.426	-2.630	-2.832	-3.026
Var. Capital de Trabajo		-584,4	-209,76	-211,89	-208,47	-201,45
<b>Free Cash Flow para la Firma</b>	<b>4.868</b>	<b>4.566</b>	<b>5.381</b>	<b>5.832</b>	<b>6.295</b>	<b>6.763</b>
Valor terminal						259.539
<b>Free Cash Flow para la Firma</b>		<b>4.566</b>	<b>5.381</b>	<b>5.832</b>	<b>6.295</b>	<b>266.302</b>
Tasa de crecimiento terminal (g)						4,00%
Tasa de descuento (WACC)						6,71%
<b>Valor Presente al 31/12/2021</b>		<b>4.279</b>	<b>4.726</b>	<b>4.800</b>	<b>4.855</b>	<b>192.463</b>
<b>Valor L'Oréal al 31/12/2021</b>						<b>211.122</b>

## 10.3 Anexo 3 - Valor de la firma – Escenario optimista consolidado

<b>CONSOLIDADO</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Ventas Netas	36.549	41.237	44.990	48.782	52.512	56.117
Costos variables / gastos adm	-29.579	-33.505	-36.420	-39.343	-42.194	-44.922
<b>EBIT</b>	<b>6.970</b>	<b>7.732</b>	<b>8.571</b>	<b>9.439</b>	<b>10.319</b>	<b>11.195</b>
Impuesto	-1.742	-1.933	-2.143	-2.360	-2.580	-2.799
<b>EBIT (1-t)</b>	<b>5.227</b>	<b>5.799</b>	<b>6.428</b>	<b>7.079</b>	<b>7.739</b>	<b>8.397</b>
Amortizaciones / Depreciaciones	1.651	1.781	1.915	2.057	2.212	2.379
CAPEX	-2.010	-2.268	-2.474	-2.683	-2.888	-3.086
Var. Capital de Trabajo		-342	-188	-190	-187	-180
<b>Free Cash Flow para la Firma</b>	<b>4.868</b>	<b>4.970</b>	<b>5.680</b>	<b>6.264</b>	<b>6.876</b>	<b>7.509</b>
Valor terminal		0	0	0	0	288.158
<b>Free Cash Flow para la Firma</b>		<b>4.970</b>	<b>5.680</b>	<b>6.264</b>	<b>6.876</b>	<b>295.667</b>
Tasa de crecimiento terminal (g)						4,00%
Tasa de descuento (WACC)						6,71%
<b>Valor Presente al 31/12/2021</b>		<b>4.657</b>	<b>4.988</b>	<b>5.155</b>	<b>5.303</b>	<b>213.687</b>
<b>Valor L'Oréal al 31/12/2021</b>						<b>233.790</b>



## 10.4 Anexo 4 - Valor de la firma – Escenario pesimista consolidado

<b>CONSOLIDADO</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
Ventas Netas	36.549	39.620	43.226	46.869	50.453	53.917
Costos variables / gastos adm	-29.579	-32.191	-35.294	-38.456	-41.599	-44.670
<b>EBIT</b>	<b>6.970</b>	<b>7.429</b>	<b>7.932</b>	<b>8.413</b>	<b>8.855</b>	<b>9.247</b>
Impuesto	-1.742	-1.857	-1.983	-2.103	-2.214	-2.312
<b>EBIT (1-t)</b>	<b>5.227</b>	<b>5.571</b>	<b>5.949</b>	<b>6.310</b>	<b>6.641</b>	<b>6.935</b>
Amortizaciones / Depreciaciones	1.651	1.711	1.839	1.977	2.126	2.285
CAPEX	-2.010	-2.179	-2.377	-2.578	-2.775	-2.965
Var. Capital de Trabajo		-261	-180	-182	-179	-173
<b>Free Cash Flow para la Firma</b>	<b>4.868</b>	<b>4.843</b>	<b>5.231</b>	<b>5.527</b>	<b>5.813</b>	<b>6.082</b>
Valor terminal		0	0	0	0	233.404
<b>Free Cash Flow para la Firma</b>		<b>4.843</b>	<b>5.231</b>	<b>5.527</b>	<b>5.813</b>	<b>239.486</b>
Tasa de crecimiento terminal (g)						4,00%
Tasa de descuento (WACC)						6,71%
<b>Valor Presente al 31/12/2021</b>		<b>4.538</b>	<b>4.594</b>	<b>4.548</b>	<b>4.483</b>	<b>173.083</b>
<b>Valor L'Oréal al 31/12/2021</b>						<b>191.246</b>

## 10.5 Anexo 5 - Información financiera L'Oréal

<b>ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO (En millones de Euros)</b>			
	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>
Ventas	32.287,6	27.992,1	29.873,6
Costo Ventas	-8.433,3	-7.532,3	-8.064,7
Gastos Variables	-17.693,9	-15.251,1	-16.261,4
<b>EBIT</b>	<b>6.160,4</b>	<b>5.208,7</b>	<b>5.547,5</b>
Otros ingresos y gastos	-432,0	-709,0	-436,5
Gastos Financieros	299,2	217,1	253,6
EBT	6.046,9	4.776,5	5.411,4
Impuesto a las Ganancias	-1.445,4	-1.209,8	-1.657,2
<b>Ganancia Neta</b>	<b>4.602,2</b>	<b>3.567,6</b>	<b>3.755,2</b>

<b>BALANCE CONSOLIDADO (en millones de Euros)</b>			
	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>			
Goodwill	11.074,5	10.514,2	9.585,6
Otros Activos Intangibles	4.970,4	4.881,6	5.056,1
Activos Fijos	3.266,2	3.225,2	3.644,3
Activos No Corrientes	10.920,2	9.604,8	10.819,1
Impuestos Diferidos	706,4	821,0	788,2
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>30.937,7</b>	<b>29.046,8</b>	<b>29.893,3</b>
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>			
Inventarios	3.166,9	2.675,8	2.920,8
Cuentas Por Cobrar	4.021,0	3.511,3	4.086,7
Otros Activos Corrientes	2.174,1	1.967,1	1.623,0
Caja y Equivalentes	2.713,8	6.405,9	5.286,0
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>12.075,8</b>	<b>14.560,1</b>	<b>13.916,5</b>
<b>ACTIVO</b>	<b>43.013,4</b>	<b>43.606,9</b>	<b>43.809,8</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>			
Capital Social	3.377,1	3.371,8	3.241,8
Otras Reservas	19.092,2	18.642,5	16.930,9
Otros	5.459,5	3.415,3	5.496,7
Acciones propias	-8.940,2	0,0	0,0
Ganancia Neta atribuible a accionistas	4.597,1	3.563,4	3.750,0
<b>TOTAL PN</b>	<b>23.585,7</b>	<b>28.993,0</b>	<b>29.419,4</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>			
Provisiones	424,4	1.070,3	829,8
Impuestos No Corrientes	344,8	397,9	310,2
Impuestos Diferidos	810,3	706,6	737,7
Otros Pasivos No Corrientes	1.258,2	1.303,2	1.637,6
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.837,7</b>	<b>3.478,0</b>	<b>3.515,3</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>			
Cuentas Comerciales	6.068,1	4.764,5	4.658,4
Provisiones	1.223,3	1.224,7	1.117,8
Otros Pasivos Corrientes	4.249,7	3.897,6	3.843,3
Préstamos Comerciales	5.042,2	1.243,3	1.249,1
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>16.583,3</b>	<b>11.130,1</b>	<b>10.868,6</b>
<b>PATRIMONIO NETO + PASIVO</b>	<b>43.013,4</b>	<b>43.606,9</b>	<b>43.809,8</b>