



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación

Valuación de The Estée Lauder Companies, Inc.

Autor: Brenda Carla Borsetti

DNI: 31.627.124

Director de Tesis: Alejandro Loizaga

Ciudad de Buenos Aires, 14 de Marzo de 2019

I. Resumen / Abstract

El presente trabajo tiene como objetivo determinar el valor accionario de la compañía estadounidense “*The Estée Lauder Companies Inc.*” al 31 de marzo de 2018. Estée Lauder está basada en Nueva York y se dedica a la producción y comercialización de productos de belleza con presencia en más de 150 países.

La valuación se realizará utilizando dos metodologías, Flujo de Fondos Descontados y Valuación Relativa o por Múltiplos. De la comparación de los valores obtenidos de ambos enfoques se determinará un rango de valores probables.

La metodología de Flujo de Fondos Descontados se basa en que el valor del activo es igual al valor presente de los flujos de caja que éste generará en el futuro. Se utilizarán los Flujos de Fondos Libres de la Firma, estimados mediante tres escenarios (base, optimista y pesimista) que serán descontados al Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC), calculado en base al modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

La Valuación por Múltiplos compara el activo con el valor que el mercado asigna a activos similares. Se identificarán compañías de misma industria que coticen en bolsa y que posean características similares, para luego inferir de los precios de mercado valores estandarizados y proceder a las comparaciones utilizando el múltiplo EV/ EBITDA.

Como primer paso que debe anteceder a cualquier valuación, se realizará una descripción de la industria y de la compañía, incluyendo un análisis financiero que permitirá fundamentar los supuestos del proceso de valuación.



Índice

I.	Resumen / Abstract	1
II.	Mercado de Productos de Belleza	4
II.1	Drivers de crecimiento del mercado.....	8
III.	Introducción de la compañía	10
III.1	Marcas.....	11
III.2	Distribución	12
III.3	Presencia Global.....	13
III.4	Estrategia de Marketing.....	15
III.5	Ventas	16
III.6	Principales Competidores	20
III.7	Iniciativa “Leading Beauty Forward”.....	22
III.8	Factores de Riesgo	22
IV.	Análisis Financiero	24
IV.1	Liquidez	24
IV.2	Gestión	25
IV.3	Capital de Trabajo	25
IV.4	Inversiones de Capital (CAPEX)	26
IV.5	Estructura Accionaria	27
IV.6	Apalancamiento	28
IV.7	Rentabilidad	30
IV.8	Comparación de Ratios: Estée Lauder vs. Pares del Mercado	33
V.	Valuación de Estée Lauder por Flujos de Fondos Descontados.....	35
V.1	Tasa de Descuento	35
V.1.1	Costo de Capital	36
V.1.2	Costo de Deuda	39
V.1.3	Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)	39
V.2	Flujos de Fondos Libres.....	40
V.2.1	Escenario Base	41
V.2.2	Escenario Optimista	49
V.2.3	Escenario Pesimista.....	52
VI.	Valuación por Múltiplos	55
VI.1	Valuación por EV/EBITDA.....	56

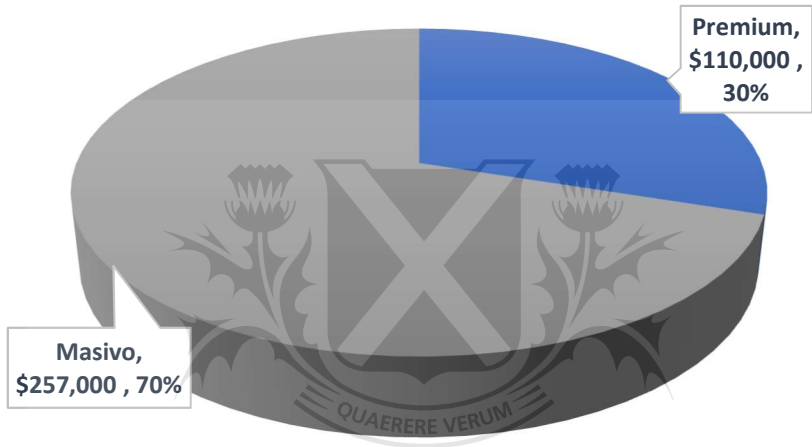
VI.2	Valuación por Price/Earnings.....	57
VII.	Conclusiones	58
VIII.	Apéndice I: Cálculo de Beta. Índice MSCI	60
IX.	Apéndice II: Resumen de escenarios utilizados en la Valuación.....	61
X.	Anexo I: Estado de Situación Patrimonial (2013-2017).....	62
XI.	Anexo II: Estado de Resultados (2013-2017)	63
XII.	Referencias Bibliográficas	64



II. Mercado de Productos de Belleza

El mercado de productos de belleza a nivel global está valuado en U\$S 367.000 millones de dólares, y se subdivide en dos segmentos bien diferenciados: el de producción masiva y el premium, dependiendo del prestigio de la marca, del precio y el canal de distribución. El primero de ellos representa el 70% de las ventas totales, mientras que el segmento premium se ha valuado en U\$S 110.000 millones.

Gráfico N°1: Segmentos del Mercado de Productos de Belleza, Ventas en millones de U\$S



Universidad de

1

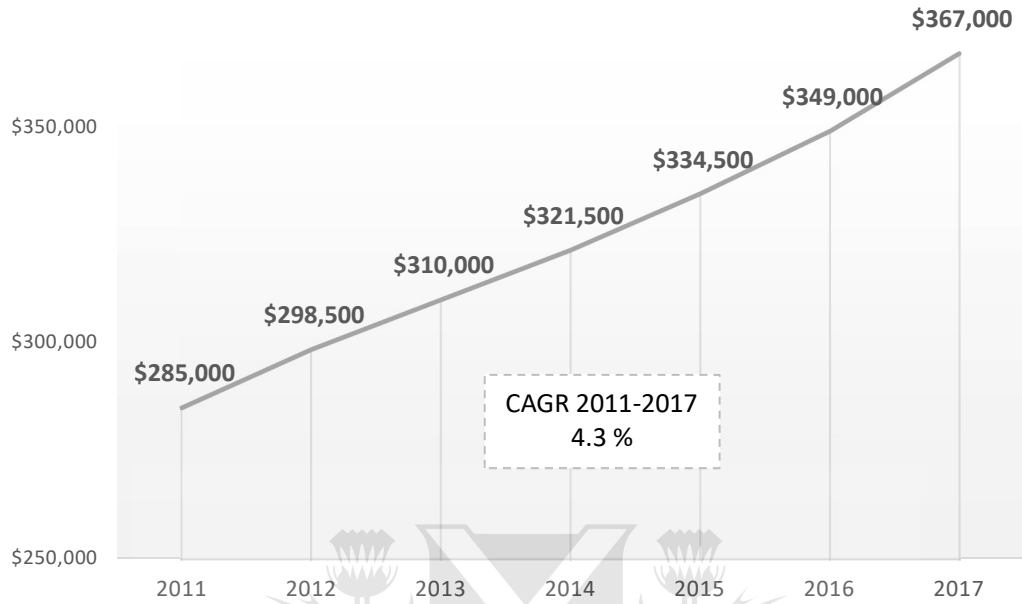
En los últimos años el mercado global de productos de belleza ha evolucionado a una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR²) de 4.3%. En particular, el segmento premium ha mostrado un mayor crecimiento de ventas que el masivo desde 2011, con un CAGR a nivel global de 5% en el período 2011-2017, y con una proyección de CAGR en los próximos años (2018-2022) de entre el 5% y el 6%.

Este crecimiento se ha caracterizado por la rápida aparición de nuevas marcas, nuevos mercados geográficos y sub-categorías de productos, impulsado a su vez por el avance de las tecnologías digitales. Esto ha significado en los últimos 10 años un cambio y un desafío para las empresas del sector, dado que las estrategias de marca tradicionales dieron paso a un nuevo entorno de “influencia” representado por Facebook, Twitter, YouTube, Snapchat e Instagram. Conforme los cimientos del éxito se modifican, el desafío de las empresas del sector se ha convertido en llegar a los consumidores en un mundo más complejo donde numerosas personalidades influyentes e innovadoras tienen un rol principal.

¹ Fuente: Elaboración propia en base a la Base de Datos Statista Online

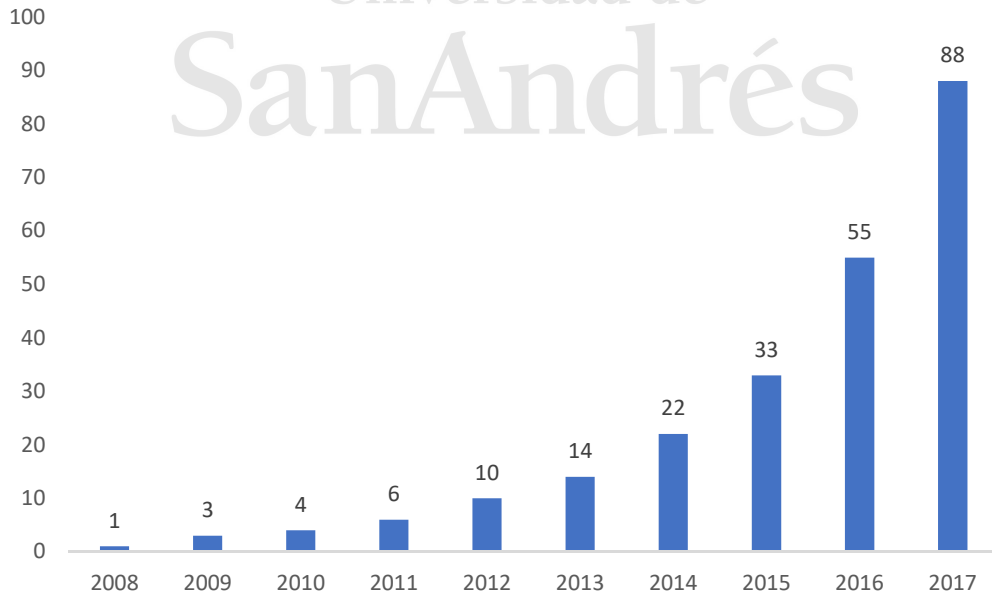
² CAGR, del inglés Compound Annual Growth Rate, hace referencia a la Tasa de Crecimiento Anual Compuesta, y se utiliza para describir el crecimiento sobre un período de tiempo de diversos elementos del negocio.

Gráfico N°2: Evolución de Ingresos del Mercado Global de Productos de Belleza, en millones de U\$S



3

Gráfico N°3: Reproducciones anuales de contenido relacionado con productos de belleza en YouTube, en miles de millones



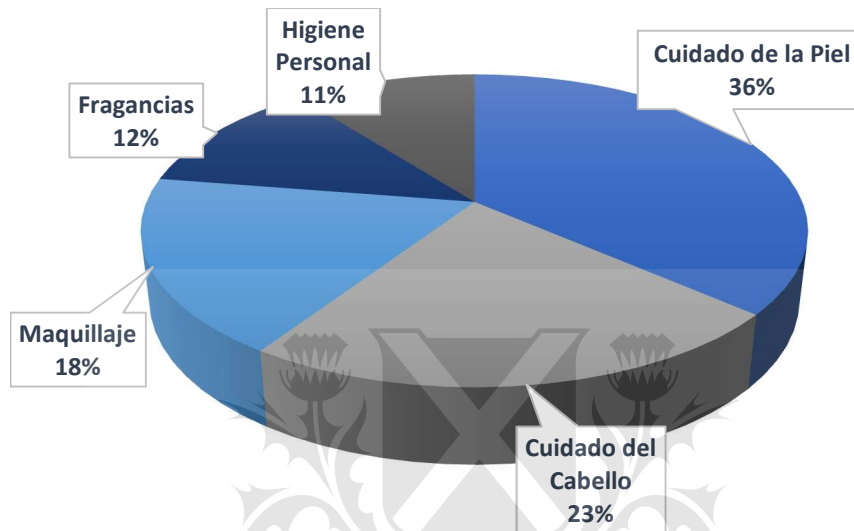
4

³ Fuente: Fuente: Elaboración propia en base a la Base de Datos Statista Online

⁴ Fuente: Ídem anterior.

El mercado bajo análisis se divide además en cinco categorías: cuidado de la piel, cuidado del cabello, maquillaje, fragancias y artículos de higiene personal, siendo el más relevante el primero de ellos, con un 36% de participación en las ventas totales. Estas categorías se complementan y entre todas ellas satisfacen las necesidades y expectativas de los consumidores.

Gráfico N°4: Participación en el Mercado Global de Productos de Belleza de cada categoría



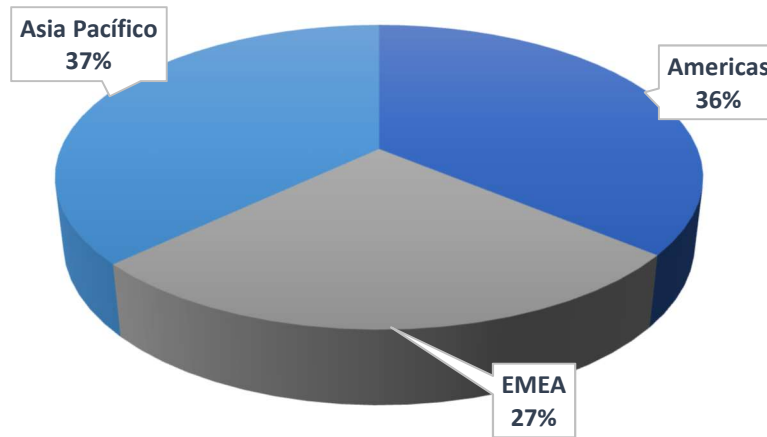
5

En general, la demanda en el mercado de productos de belleza es inelástica, y si bien las ventas pueden crecer más lentamente ante crisis económicas generalizadas (como sucedió en 2008 – 2009 donde el crecimiento fue del 1.5%), se puede esperar que las ventas se mantengan estables debido al creciente uso de productos por parte de las mujeres y hombres en todo el mundo.

El siguiente gráfico muestra la composición de ingresos del mercado por región geográfica, donde se ve que la región de “EMEA” (Europa, Oriente Medio y África) es la de menor participación, aunque con fuertes perspectivas de crecimiento.

⁵ Fuente: Elaboración propia en base a la información publicada en el sitio web de L’Oréal.

Gráfico N°5: Composición de ingresos del Mercado Global de Productos de Belleza por Región



6

El mercado de productos de belleza está dominado por 20 compañías multinacionales que capturan en su conjunto el 45% del mercado global, donde sólo las primeras 6 (L’Oreal, Unilever, Estée Lauder, P & G, Coty y Shiseido) cuentan con 173 marcas reconocidas en todo el mundo. La francesa L’Oreal ha sabido mantener su liderazgo en el sector, con ventas superiores a los U\$S 31,200 millones.

Tabla N°1: Top 20° Compañías de Productos de Belleza 2017 (Global). Ventas en miles de millones

#	Nombre	Ventas	#	Nombre	Ventas
1°	L’Oreal	31.20	11°	Kao Corporation	5.20
2°	Unilever	24.80	12°	Henkel	4.70
3°	Estée Lauder	12.80	13°	Avon	4.20
4°	P & G	12.40	14°	L Brands	4.20
5°	Coty	9.40	15°	Mary Kay	3.50
6°	Shiseido	8.90	16°	Chanel	3.20
7°	Beiersdorf	6.90	17°	Colgate-Palmolive	2.90
8°	LVMH	6.70	18°	Natura & Co	2.90
9°	Johnson & Johnson	6.10	19°	Revlon	2.70
10°	AmorePacific	5.60	20°	Clarins	2.20 ⁷

Estas empresas líderes en el mercado global compiten no solamente entre ellas sino también con otras marcas más pequeñas y locales que ofrecen productos similares. Si bien estas compañías integran el “Top 20” por su volumen de facturación en la industria, es importante mencionar que existen diferencias significativas entre ellas, principalmente en lo que refiere al segmento al que apuntan (masivo versus

⁶ Fuente: Elaboración propia en base a la información publicada en el sitio web de L’Oréal.

⁷ Fuente: Elaboración propia en base a la información publicada en <https://www.beautypackaging.com>

premium), canales de distribución, y estrategia de precio. Para ejemplificar, Unilever, P & G y Johnson & Johnson están claramente enfocadas en el segmento masivo, mientras que Estée Lauder y Shiseido se diferencian por apuntar al segmento premium. De la misma manera, Avon, Mary Kay y Natura se diferencian por ofrecer sus productos casi exclusivamente mediante venta directa o a domicilio mediante consultoras especializadas, mientras que otras compañías no explotan este canal y tienen mayor presencia retail, en tiendas departamentales, locales propios y aeropuertos. Esto significa que sólo algunas de las compañías listadas pueden considerarse competidoras directas de Estée Lauder.

II.1 Drivers de crecimiento del mercado

Existen varios elementos que impulsan el crecimiento del mercado de productos de belleza:

- Envejecimiento de la población y deseo de prolongar la juventud: En las últimas décadas, el descenso en las tasas de natalidad y mortalidad resultaron en una suba del envejecimiento de la población a nivel global. Sumado al deseo de los hombres y mujeres a mantener un aspecto joven, esto ha aumentado la demanda de productos anti-edad (anti-aging) para prevenir arrugas, manchas, sequedad en la piel, e incluso daños en el cabello, dando lugar a innovaciones en el sector, y fomentando el crecimiento de la industria. Para el año 2050, se espera que la expectativa de vida para las mujeres suba de 83 a 87 años y de 79 a 84 para los hombres. Sin duda, la proporción de adultos mayores en busca de productos cosméticos que satisfagan sus necesidades está en aumento.

Gráfico N°6: Crecimiento estimado de la población mayor a 60 años entre 2017 y 2050



8

- Comercio electrónico como canal de distribución y Marketing Online: Se espera que las ventas por medio de smartphones u otros dispositivos móviles se incrementen en los próximos años, en detrimento de las tiendas departamentales que han sido históricamente el canal más importante. Las compañías se están focalizando en realizar campañas de marketing online para aumentar las ventas. Se observa una tendencia de creación de nuevos websites y perfiles de Facebook y Twitter para atender gustos y necesidades locales de los consumidores. El gran

⁸ Fuente: Naciones Unidas

desafío para las compañías del sector es capturar y tener presencia entre los llamados *influencers*. Los nuevos consumidores se informan sobre consejos de belleza a través de las redes sociales, tutoriales y revisiones de productos que otros consumidores publican online. Aunque actualmente las ventas online representan sólo el 10% del total, esto no captura el efecto que la influencia online tiene en el mercado dado que la mayoría de las compras se siguen haciendo en las tiendas departamentales, perfumerías y tiendas retail: los medios digitales se han convertido en el espacio donde el 81% de los consumidores toman sus decisiones de consumo⁹.

- **Millenials**: Los *millenials* (nacidos entre 1980 y 2000) han entrado al mercado laboral, y se han convertido en un gran impulsor de crecimiento del mercado de cosméticos. Se estima que para 2020 representarán el 30% de las ventas globales y para capturarlos, es clave tener una fuerte presencia online, dado que es la generación que compra por medios digitales y busca activamente la opinión de los *influencers*.
- **Mercados Emergentes**: El mayor crecimiento del sector se concentra en economías emergentes: Oriente Medio (Egipto, Emiratos Árabes, Arabia Saudita), África, Latinoamérica (Brasil) y fundamentalmente Asia del Este (China). Se espera que los mercados no europeos o americanos influyan de una manera más significativa, con gustos diferenciados de acuerdo a su diversidad étnica y cultural. La innovación será clave para atraer estos nuevos consumidores.
- **Sustentabilidad**: Los consumidores están más informados y prestan especial atención al origen de los productos y la calidad de los ingredientes que se utilizan. La tendencia a adquirir productos naturales, orgánicos y herbales representa una oportunidad para expandir las líneas de producto y fortalecer el crecimiento del mercado. Su creciente demanda crea un potencial para que las compañías puedan innovar y desarrollar nuevos productos que se adapten a las preferencias de los consumidores, demostrando además un uso responsable de los recursos. Adicionalmente, el uso de ingredientes naturales minimiza los riesgos de posibles efectos adversos de los productos cosméticos.

En línea con lo mencionado anteriormente, y dada la preocupación sobre el cambio climático y la contaminación, los consumidores y entidades gubernamentales demandan productos con packagings ecológicos, reciclables, reutilizables y con un menor impacto ambiental.

- **Crecimiento de la economía**: El creciente PBI en una gran cantidad de países está afectando positivamente a la industria cosmética; los consumidores destinan un mayor porcentaje de su ingreso disponible en cosméticos.

⁹ Shades for success, Influence in the beauty market, 2017 Deloitte LLP

III. Introducción de la compañía

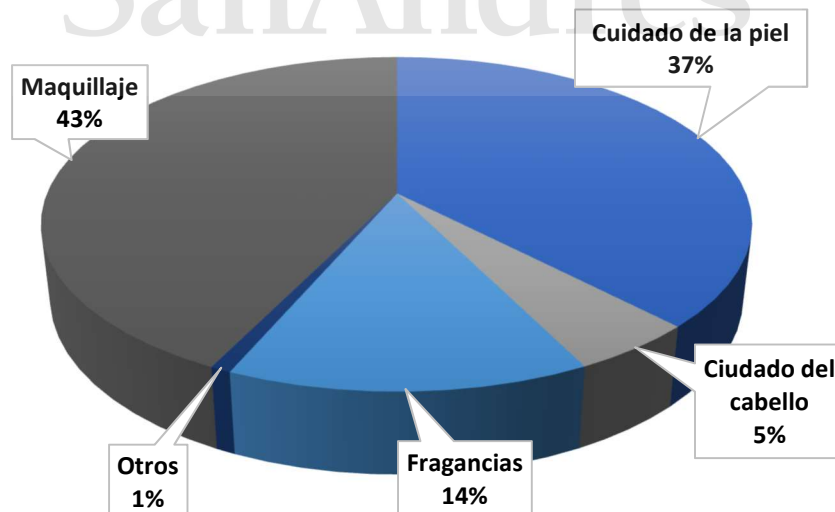
The Estée Lauder Companies Inc (EL), fundada en 1946 por Estée y Joseph Lauder y con sede en Nueva York, es una compañía líder en la producción y comercialización de productos cosméticos en el segmento premium. Con ventas en más de 150 países y 46,000 empleados alrededor del mundo, cuenta con una cartera de más de 25 reconocidas marcas, cada una de ellas bien diferenciadas en cuanto a calidad, estilo de vida, distribución y precio, lo que permite atraer una amplia gama de consumidores con diferentes gustos y preferencias alrededor del mundo.

Sus productos incluyen las siguientes categorías:

- Cuidado de la piel: limpiadores y tonificadores faciales, cremas humectantes, sueros, exfoliantes, tónicos, máscaras, tratamientos para acné y protección solar.
- Maquillaje: Para ojos, rostro, labios y uñas, en una amplia variedad de colores. Se incluye en esta categoría a productos relacionados como pinceles, brochas y otros accesorios.
- Fragancias: Perfumes, colonias, lociones, polvos, productos para el baño, velas y jabones.
- Cuidado del Cabello: Champús, acondicionadores, productos para tratamiento capilar, sprays y coloración.

Los productos de cuidado de la piel y maquillaje representan el 80% de las ventas netas, como muestra el cuadro de más abajo.

Gráfico N°7: Ventas de Estée Lauder por Categoría de Producto



10

¹⁰ Fuente: Elaboración propia en base al 2017 Reporte Securities and Exchange Commission (SEC) 10-K

III.1 Marcas

Los productos se comercializan bajo diferentes marcas, cada una de ellas con una única imagen global que se promociona con logos, empaques y publicidad diseñados para generar una diferenciación sobre las otras marcas en el mercado. Las más representativas son:

ESTÉE LAUDER

Introducida en 1946, tiene una reputación por su innovación, sofisticación y calidad superior. Mundialmente reconocida, ofrece productos para el cuidado de la piel, maquillaje y fragancias.

aramis

Con la introducción de esta marca en 1964, Estée Lauder fue pionera en fragancias y cuidado de la piel para hombre.

CLINIQUE

Allergy Tested. 100% Fragrance Free.

Los productos de cuidado de la piel y maquillajes de Clinique se destacan por ser sometidos a prueba de alergias y son 100% libre de perfumes. Son diseñados para los cuidados específicos de cada tipo de piel, de acuerdo a investigaciones dermatológicas. Desde 1968.



ORIGINS

Busca crear productos naturales que sean “impulsados por la naturaleza y probados por la ciencia”, desde 1990. Ofrece las cuatro categorías de productos, y cuenta con una licencia para desarrollar y comercializar productos de belleza bajo el nombre de Dr Andrew Weil.

M.A.C

Marca líder en cosmética profesional, se creó en Toronto, Canadá en 1984 y fue adquirida por Estée Lauder en 1998. El reconocimiento de la marca ha crecido por las recomendaciones de maquilladoras profesionales, modelos, fotógrafos y periodistas de todo el mundo.

BOBBI BROWN

Adquirida en 1995, se diferencia por su exclusividad y por enseñar a las mujeres a ser sus propias maquilladoras profesionales. Ofrece maquillajes, cuidado de la piel, accesorios y fragancias.

LA MER.

Productos de alta gama para el cuidado de la piel sólo disponibles en lugares limitados alrededor del mundo. Adquirida en 1995, la marca se expandió a partir del famoso producto “Miracle Broth”

La compañía posee licencias internacionales para producir y vender fragancias y cosméticos bajo las marcas de Tommy Hilfiger, Donna Karan New York, DKNY, Michael Kors, Ermenegildo Zegna y Tory Burch.

El siguiente gráfico muestra las marcas de la compañía, categorizándolas de acuerdo a estilo de vida y nivel de precio:

Gráfico N°8: Marcas de Estée Lauder



III.2 Distribución

Los productos se venden a través de canales de distribución limitados que permiten complementar la imagen de lujo y prestigio de las marcas, incluyendo tiendas departamentales, multimarca especializados, aeropuertos, perfumerías, farmacias, y tiendas retail. Estée Lauder cuenta con 1.430 tiendas retail propias

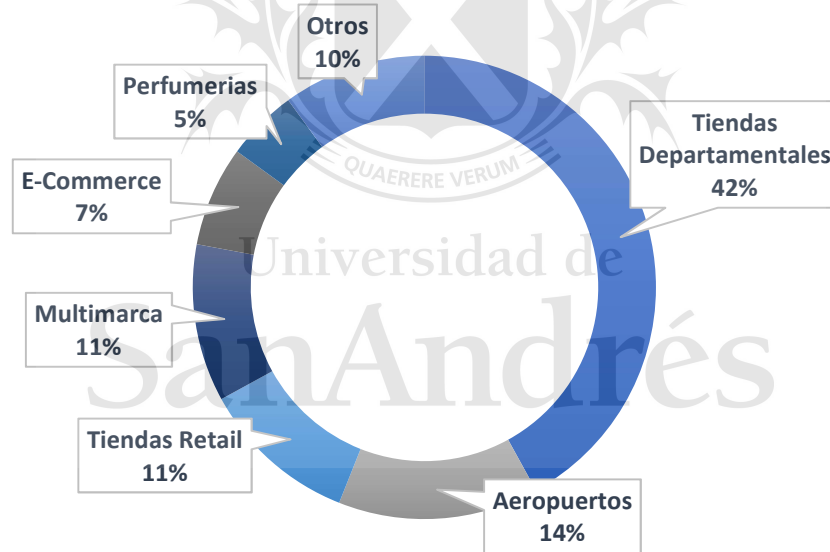
¹¹ Fuente: 2017 Reporte Securities and Exchange Commission (SEC) 10-K

en todo el mundo, y otras 500 que son operadas por terceros. Dentro de las tiendas departamentales, **Macy's**¹² es el cliente más importante de la compañía, representando el 8% de las ventas totales en 2017.

Desde 1996 la compañía también ofrece sus productos a través de e-commerce por medio de sitios de Internet propios en 35 países o de terceros autorizados, y recientemente también a través de aplicaciones para smartphones. Dada la revolución digital, estas plataformas online son las que impulsan el crecimiento de las ventas y han permitido además llegar a los consumidores más jóvenes, aquellos nacidos entre 1980 y 2000.

La crisis del comercio minorista en Estados Unidos ligada a los nuevos hábitos de consumo que ya ha significado un retroceso en la superficie comercial operativa (denominada por algunos medios como “apocalipsis del retail”), ha llevado a la compañía a focalizarse en las ventas online, considerando que el 42% de las ventas totales son actualmente mediante el canal de tiendas departamentales. Se lanzaron más de 100 nuevos sitios web en el último año y se están implementando nuevas tecnologías y experiencias digitales, entre ellas reservas online para citas en los negocios y programas de fidelidad.

Gráfico N°9: Ventas de Estée Lauder por Canal de Distribución



13

III.3 Presencia Global

Con ventas en más de 150 países alrededor del mundo, marcados en gris en el mapa a continuación, que además muestra los centros de producción y distribución y oficinas dedicadas a Investigación y Desarrollo (R&D en inglés), la diversificación geográfica ha permitido a Estée Lauder crecer a medida que más gente se incorpora a la clase media. La proliferación de centros comerciales en países emergentes como así

¹² Cadena de grandes almacenes en Estados Unidos, que cuenta con más de 700 tiendas departamentales.

¹³ Fuente: Elaboración Propia en base a la información publicada en Statista.com

también el crecimiento de las redes sociales son factores que han contribuido a una mayor demanda de productos de belleza. La región de Asia/Pacífico junto con la de Latinoamérica son las de crecimiento más rápido.



Estée Lauder divide sus segmentos geográficos en:

“The Americas” (Las Americas)



Consiste en todas las operaciones de manufactura y ventas desarrolladas en los Estados Unidos, Canadá y Latinoamérica. En términos de ventas es la región más importante, con un 41% de participación en 2017. En los últimos años, las tendencias en Latinoamérica (incremento de centros comerciales, medios digitales y redes sociales) han contribuido a una mayor demanda de productos de belleza premium, y Estée Lauder ha logrado el liderazgo en la categoría.

“EMEA” (Europa, Oriente Medio y África)



Esta región de lo más diversa y multicultural se compone de más de 80 países, los cuales representan la segunda región más grande en ventas (39%), acercándose cada vez más a los niveles de América. Además de Europa, incluye los mercados emergentes de gran crecimiento como Turquía, Oriente Medio, Sudáfrica e India. Además de contar con 3 centros de manufactura y 2 de R&D, hay más de 800 tiendas independientes.

¹⁴ Fuente: www.elcompanies.com

“Asia / Pacific” (Asia Pacífico)



Con más del 60% de la población mundial, es la región de más crecimiento, donde los consumidores son de los más exigentes del mundo, cualidad que favorece a la categoría de cosmética premium. En 2017 representó el 20% de las ventas totales. Cuenta con más de 340 tiendas independientes. Para entender mejor las necesidades de los consumidores asiáticos, se estableció un centro de R&D en 2005, y en 2011 un centro adicional dedicado al desarrollo de productos de cuidado de la piel para el mercado asiático.

Gráfico N°10: Ventas de Estée Lauder por Región



15

III.4 Estrategia de Marketing

La estrategia de Marketing de Estée Lauder se desarrolla alrededor de la misión de la empresa formulada por su creadora hace más de 70 años: *“llevar lo mejor a todos los que tocamos”*. Esto se traduce en dos pilares fundamentales que permiten crear y mantener una base de consumidores sólida y leales: productos de alta calidad y servicio personalizado. Éste último se refleja principalmente en consultas con asesores de belleza (tanto online como en persona), que brindan una experiencia única donde se realizan demostraciones y se educa al cliente en los beneficios de los productos dependiendo del tipo de piel y cómo deben ser utilizados.

A partir de los dos pilares mencionados, se desarrollan las estrategias de marketing que varían de acuerdo a la marca, al mercado y el canal de distribución. Esto permite mejorar la experiencia de los consumidores y capturar gustos y preferencias locales. Se diseñan y producen materiales de venta, estrategias para redes sociales, publicidades y packaging para cada marca. Se utilizan diferentes medios publicitarios: Internet y

¹⁵ Fuente: Elaboracion Propia en base al 2017 Reporte Securities and Exchange Commission (SEC) 10-K

Redes Sociales, Revistas y Periódicos, Televisión, Carteleras en ciudades y aeropuertos, E-mails Directos son los principales.

Las promociones que se diseñan incluyen la entrega de regalos con las compras (Gift-for-Purchase, en la que Estée Lauder fue pionera) y descuentos en otros productos (Purchase-with-Purchase). Por otro lado, la entrega de muestras (sampling) ha resultado altamente efectiva para que los consumidores potenciales y existentes perciban la calidad y beneficio de los productos y que esto genere nuevas ventas.

En los últimos años, el foco se ha puesto en la tecnología, para mejorar la presencia digital abarcando a las ventas electrónicas (por Internet o aplicaciones en el celular), redes sociales y marketing de influencias: se lanzaron tutoriales, nuevas aplicaciones, y contratos con *influencers*. Por otro lado, la compañía está invirtiendo en nuevas herramientas analíticas que permitan brindar experiencias más personalizadas en todos los canales de ventas¹⁶. El objetivo es mediante una estrategia *Omnichannel*¹⁷ llegar a los consumidores en el lugar y el momento que ellos deseen comprar, armonizando la presencia online y retail para brindar una experiencia fluida y coherente en los diferentes canales: se pueden descubrir los productos en un blog, redes sociales, leyendo revisiones, luego probarlos en un negocio retail y realizar la compra por Internet o una Aplicación. Así, el cliente está en el centro de la experiencia, y la compañía busca que cada marca genere la mejor conexión personal en cada uno de los puntos de contacto.

Los recursos que se destinan a gastos de marketing promedian el 24% de las ventas, lo que significa que la compañía realiza inversiones considerables en sus marcas para que éstas sean percibidas como “premium” y que los consumidores estén dispuestos a pagar un adicional por productos de mayor calidad y marcas reconocidas. Así, si bien cada marca tiene una estrategia de precios diferenciada, la compañía se posiciona en el segmento de alto prestigio, y esto se refleja en sus precios altos.

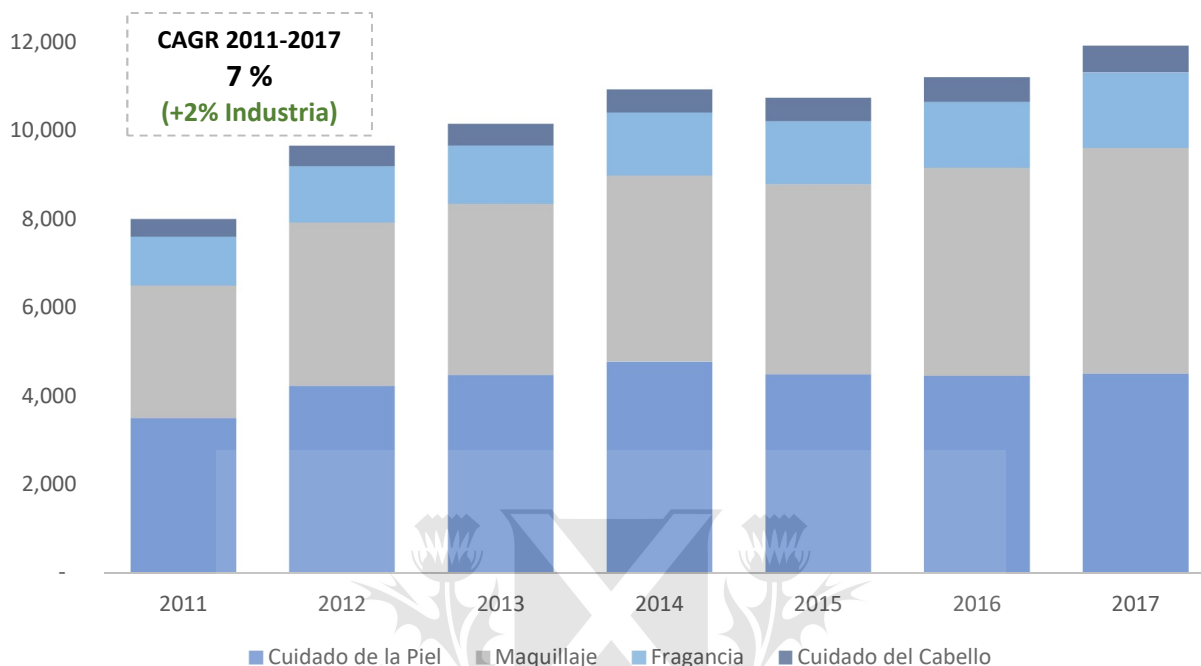
III.5 Ventas

Los gráficos a continuación muestran la evolución de las ventas de Estée Lauder. En su totalidad, en el período 2011-2017 las ventas crecieron a un CAGR de 7%, un 2% más que la industria global de productos de belleza premium.

¹⁶ Un claro ejemplo es la utilización de la plataforma Vamp no sólo para identificar *influencers* con potencial para convertirse en embajadores, sino también para descubrir qué marcas son las más exitosas entre los consumidores y por qué; qué cualidades las hace más “Instagrameables”. Ver “Estée Lauder case study”, www.vamp-brands.com

¹⁷ El concepto de Omnichannel hace referencia a la mejora de la experiencia del cliente por medio de la posibilidad de comprar dónde, cuándo y cómo quiera. Es un enfoque de ventas multicanal que lleva a las personas una experiencia de compra integradora.

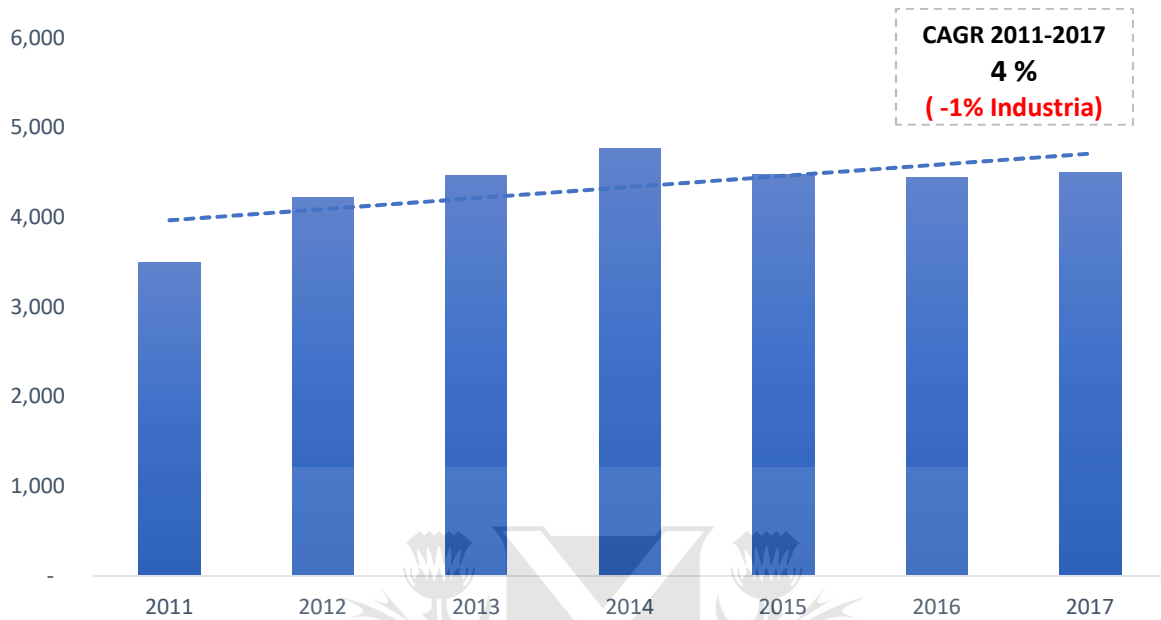
Gráfico N°11: Evolución de las Ventas de Estée Lauder por Categoría en millones de U\$S (2011 – 2017)¹⁸



En la categoría de *Productos para el Cuidado de la Piel*, que es la más grande de la industria y también la más rentable, Estée Lauder creció a un CAGR de 4%, 1% inferior al mercado, disminuyendo su participación. En los años 2015 y 2016, bajó su nivel de ventas debido a la performance de las marcas Estée Lauder y Clinique que mostraron un retroceso, en especial en la región Asia/Pacífico, y en los canales de aeropuertos y tiendas departamentales. Sin embargo, la categoría continúa siendo una prioridad para la compañía, y se han lanzado nuevos productos y formulaciones. Así, en 2017 se experimentó un incremento de ventas en las marcas La Mer, Bobbi Brown, Origins y Estée Lauder, y en la presentación de resultados trimestrales del período fiscal 2018 (en Noviembre 2017 y Febrero 2018) se reportaron incrementos superiores al 20%.

¹⁸ Fuente: Elaboración Propia en base a la presentación de Estée Lauder en Deutche Bank Global Consumer Conference, 13 de Junio 2017, e información suministrada por Thompson Reuters

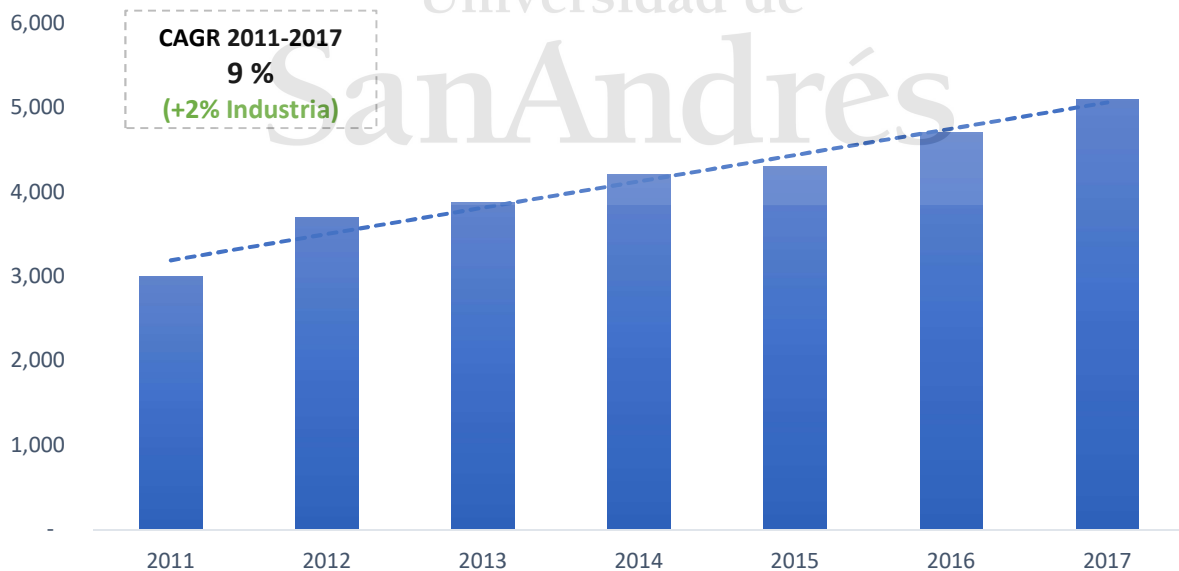
Gráfico N°12: Evolución de las Ventas de Productos para el Cuidado de la Piel en millones de U\$S (2011-2017)



19

Los *Productos de Maquillaje* representan la categoría más importante de Estée Lauder, con un 43% de las ventas totales. La categoría ha crecido año a año desde 2011, a un CAGR 2% superior al de la industria de productos de belleza premium.

Gráfico N°13: Evolución de las Ventas de Productos de Maquillaje en millones de U\$S (2011-2017)



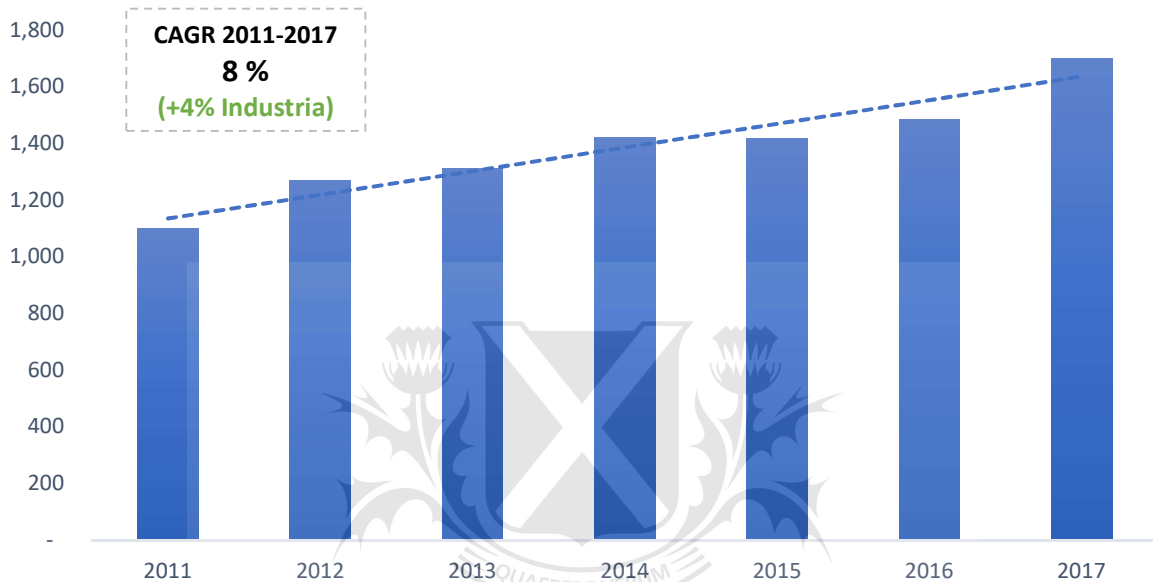
20

¹⁹ Fuente: Elaboración Propia en base a la presentación de Estée Lauder en Deutsche Bank Global Consumer Conference, 13 de Junio 2017, e información suministrada por Thompson Reuters

²⁰ Fuente: Ídem Anterior

La categoría de *Fragancias* dentro de la industria de belleza premium está valuada en U\$S 30,000 millones, y la participación de mercado de Estée Lauder representa sólo el 6%. A pesar haber obtenido un CAGR de 8% entre 2011 y 2017 (un 4% superior al de la industria), las ventas han caído en 2015 debido al contrato de licencia con Coach²¹, que había sido firmado en 2010 por 5 años y no fue renovado.

Gráfico N°14: Evolución de las Ventas de Fragancias en millones de U\$S (2011-2017)



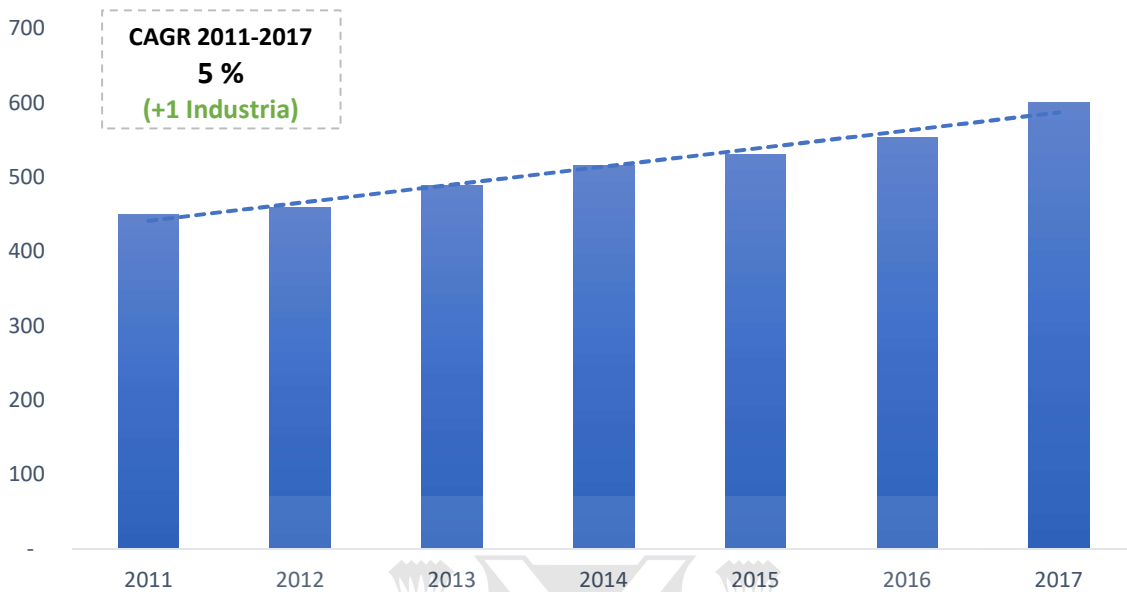
22

Los *Productos para el Cuidado del Cabello* representan la categoría más pequeña dentro del mercado de productos de belleza premium (9%), como así también para Estée Lauder. Las ventas han mostrado un crecimiento sostenido desde el 2011, creciendo a 1% superior a la industria, mediante la incorporación de nuevos canales de ventas (salones de belleza, tiendas multimarca, retail, aeropuertos) y productos de las principales marcas, que son Aveda y Bumble & Bumble.

²¹ Empresa multinacional estadounidense de moda de lujo, con sede en New York, y especializada en la venta de productos de cuero (carteras, billeteras)

²² Fuente: Elaboración Propia en base a la presentación de Estée Lauder en Deutche Bank Global Consumer Conference, 13 de Junio 2017, e información suministrada por Thompson Reuters

Gráfico N°15: Evolución de las Ventas de Productos de Cuidado del Cabello en millones de U\$S (2011-2017)



23

III.6 Principales Competidores

Dentro del segmento premium, los principales competidores de Estée Lauder son:

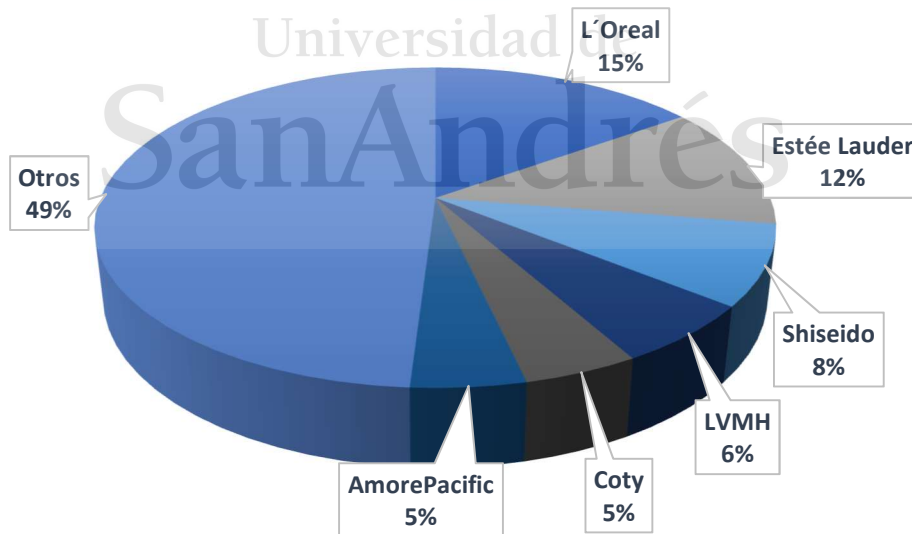
- **L'Oréal:** Fundada en 1909 y con sede en Francia, ha logrado superar los U\$S 30,000 millones en ventas en 2017 compitiendo con Estée Lauder en todas las categorías y canales. Tiene más de 40 marcas, entre las que se destacan Lancôme, Kiehl's, Vichy, La Roche-Posay, Biotherm, Urban Decay, Yves Saint Laurent, Kérastase, y The Body Shop. A diferencia de Estée Lauder, L'Oréal también participa y tiene una presencia fuerte en el segmento masivo de productos de belleza, con marcas como Maybelline NY y Garnier.
- **Coty:** Con sede en New York, se ha convertido en la quinta compañía más grande dentro de la industria de productos de belleza luego de haber adquirido múltiples marcas de P & G en 2016 por un total de U\$S 12,500 millones. Esto le ha permitido duplicar sus ventas en un año, que ahora superan los U\$S 9,000 millones. Dentro de sus marcas principales se encuentran Rimmel, Covergirl, Lancaster, OPI, Wella, Marc Jacobs, Calvin Klein y Chloé. Son líderes en fragancias, y segundos en productos para el cuidado del cabello.
- **Shiseido:** Fundada en 1872 en Tokyo, esta compañía japonesa es una de las más antiguas del mundo y alcanza ventas de U\$S 8,900 millones. Su marca más reconocida es Shiseido, y dentro de fragancias Dolce & Gabbana e Issey Miyake. Al igual que Estée Lauder, se focaliza en el segmento de belleza premium.

²³ Fuente: Elaboración Propia en base a la presentación de Estée Lauder en Deutche Bank Global Consumer Conference, 13 de Junio 2017, e información suministrada por Thompson Reuters

- **Beiersdorf:** De origen alemán, se focaliza en la categoría de cuidado de la piel únicamente con marcas como Eucerin, Nivea, y La Prairie. Alcanza ventas de U\$S 7,000 millones, gran parte de ellas proviene del segmento masivo (Nivea).
- **LVMH Moët Hennessy - Louis Vuitton:** Conglomerado multinacional francés líder en lujo y dueño de 70 marcas de renombre alrededor del mundo. Además de participar en el segmento de belleza premium con sus marcas Benefit Cosmetics, Kenzo y Givenchy entre otras, también tiene una fuerte presencia en vinos y bebidas espirituosas, moda y marroquinería y relojes y joyas. Sus ventas en el segmento de belleza premium alcanzan los U\$S 6,700 millones.
- **Amore Pacific:** Con base en Corea del Sur y ventas que superan los U\$S 5,500 millones, es líder en innovación. Fue fundada en 1945 y está en rápido crecimiento (tasas superiores al 9% anual). El 98% de sus ventas se originan en la región de Asia Pacífico. Tiene presencia en Norte América y Europa, aunque las ventas en estas regiones representan sólo el 2% del total.

Como muestra el cuadro de más abajo, el mercado de productos de belleza premium o de lujo está altamente consolidado: seis compañías multinacionales obtienen el 51% de las ventas totales, y Estée Lauder cuenta con el 12% del market share.

Gráfico N°16: Market Share Estée Lauder y Principales Competidores (2018)



24

²⁴ Fuente: Elaboración Propia en base a información provista por Thompson Reuters.

III.7 Iniciativa “Leading Beauty Forward”

En Mayo de 2016, la compañía presentó la iniciativa llamada “Leading Beauty Forward”, que tiene como objetivo mejorar la estructura de costos y liberar recursos para invertir en el crecimiento futuro. Entre los principales objetivos se destacan:

- Restructuración de la estructura corporativa, creando centros de servicios regionales y globales.
- Reducción del 4% del personal (entre 1,800 y 2,000 posiciones), al tiempo que se invierte en nuevas habilidades.
- Optimización de la cadena de suministro y desarrollo de productos. Reducción del plazo de lanzamiento de los productos (time to market) que históricamente ha sido de 18 meses y de los niveles de inventarios.
- Cambio del marketing tradicional a una estrategia de marketing digital, para mejorar la experiencia del consumidor y apoyar las oportunidades *omnichannel*
- Reforzar el liderazgo en el mercado premium, posicionando las marcas en aquellas áreas de mayor crecimiento.
- Inversión en nuevos productos, redes sociales, comunicaciones, merchandising y actividades en los puntos de venta y publicidad.

III.8 Factores de Riesgo

A continuación se describen los riesgos principales a los que se encuentra expuesta Estée Lauder:

- Intensa competencia global en la industria, incluyendo compañías de consumo masivo multinacionales y nuevas empresas que puedan competir en canales de distribución en los que EL tiene menos presencia.
- Si EL no logra mantener su reputación y el nombre e imagen de sus marcas, el negocio puede verse afectado.
- No anticipar ni responder a tiempo a tendencias y cambios en las preferencias de los consumidores. Entre otras, la creciente utilización de medios digitales (e-commerce, redes sociales) y la velocidad a la que se comparte información y opiniones. En mercados clave como el de Estados Unidos, se ha observado un declive en el tráfico retail.
- Transacciones de M&A que no resulten exitosas y que resulten en:
 - Dificultades de integración, incluyendo la pérdida de empleados y clientes clave.
 - Desvío de la atención de la gerencia del negocio principal.
 - Efectos adversos en las relaciones comerciales existentes con proveedores y clientes.
 - Impacto adverso en los márgenes y estructuras de costos.
 - Ingresar en canales de distribución, categorías o mercados en los que EL no tiene experiencia.
 - Deterioro en el valor de activos intangibles.
- Recesiones económicas que disminuyan el nivel de ingresos disponibles de los consumidores para adquirir productos de EL. Esto también impactaría a los clientes retail de la compañía,

aumentando el riesgo de incobrabilidad. Por otro lado, las fluctuaciones de los tipos de cambio impactan en el turismo, y en las ventas en aeropuertos que representan el 14% de las ventas totales.

- Cambios en leyes, regulaciones o políticas que impacten negativamente en los resultados financieros, relacionadas con cuestiones impositivas, de privacidad de la información, publicidad, comercialización, manufactura, distribución, patentes, ingredientes, empaque, climáticas, etc.
- Productos que sean calificados como inseguros o defectuosos y no cumplan con los estándares.
- Dado que la mayoría de las ventas y resultados se generan afuera de los Estados Unidos, EL se encuentra expuesta a:
 - Fluctuaciones en los tipos de cambio que resulten en menores ingresos.
 - Dependencia de las actividades de cobertura.
 - Restricciones al comercio internacional o la inmigración.
 - Falta de sistemas legales confiables en ciertos países.
 - Condiciones sociales, económicas, geopolíticas o climáticas adversas, y controles de cambio.



IV. Análisis Financiero

El análisis financiero incluirá datos de los últimos 10 años fiscales de la compañía, para lograr un análisis más representativo de la empresa y poder identificar tendencias. Para su cálculo se utilizaron los informes anuales 10-K correspondientes.

IV.1 Liquidez

Los ratios de liquidez son una medida de la capacidad de la compañía para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo.

La liquidez corriente²⁵ muestra que al cierre del ejercicio 2017 hay U\$S 1.76 realizables en el corto plazo por cada dólar de deuda de corto plazo. Si bien algo por debajo del medio de la industria, representa un buen grado de liquidez.

Una medida más comprometida de la liquidez de la empresa es la prueba ácida, que no considera al rubro inventario para su cálculo. En este caso, vemos que EL se encuentra en una situación ligeramente mejor a la de la industria, con un ratio de 1.23.

Gráfico N°17: Ratios de Liquidez (2008 – 2017)

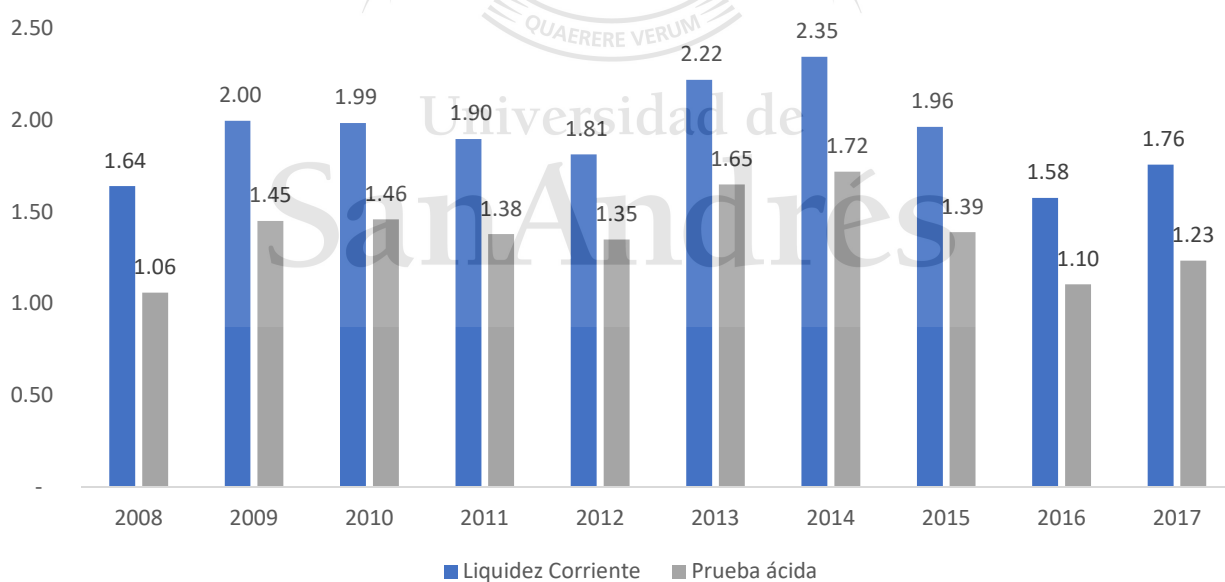


Tabla N°2: Ratios de Liquidez (2008 – 2017)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Industria
Liquidez Corriente	1.64	2.00	1.99	1.90	1.81	2.22	2.35	1.96	1.58	1.76	1.90
Prueba ácida	1.06	1.45	1.46	1.38	1.35	1.65	1.72	1.39	1.10	1.23	1.21

²⁵ El ratio de liquidez corriente se obtiene del cociente entre los activos corrientes y los pasivos corrientes.

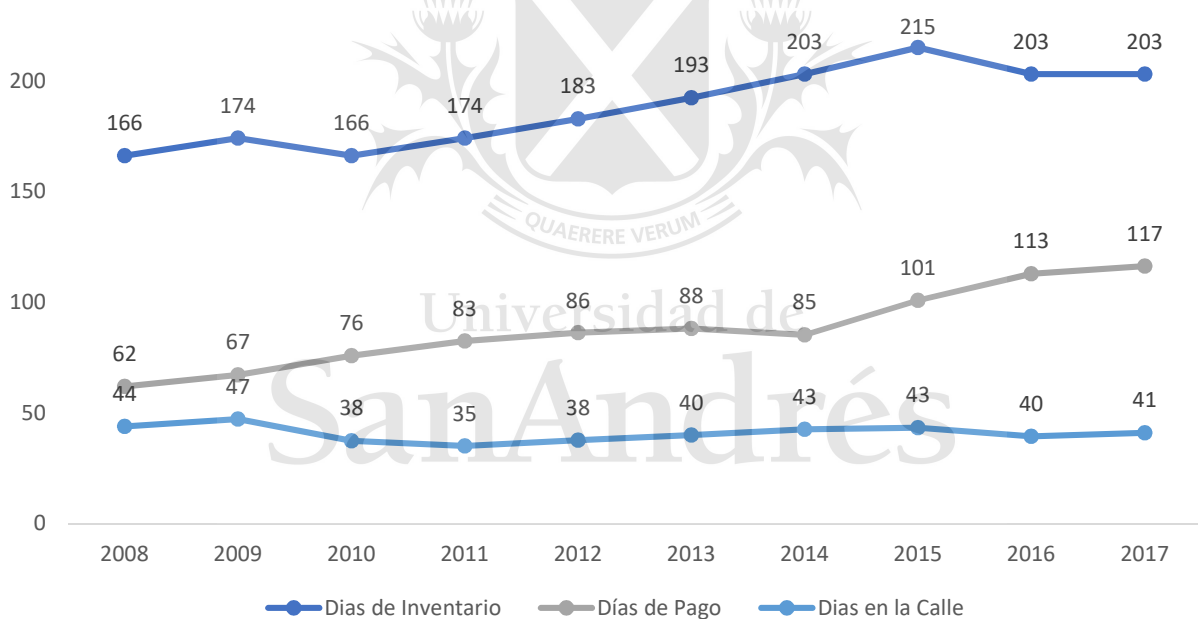
IV.2 Gestión

Los índices de gestión miden la eficiencia con la que la firma utiliza sus activos y pasivos.

Los días de inventario se calculan en base a la rotación de inventarios, que indica cuántas veces rota el stock por año. El promedio de días de inventario de EL es de 188 días, y está por encima de la media de la industria de 156 días. De hecho, se observa que en los últimos años el promedio de días se incrementó por arriba de los 200 días, lo que indica que la empresa está teniendo demasiado inventario, lo que resulta poco productivo.

En lo referido a los días de pago, se observa que en los últimos años este indicador ha mostrado una evolución positiva, llegando a los 117 días en 2017, superando ampliamente al promedio de la industria de 89 días. Esto es sin duda un aspecto diferenciador para EL, considerando además que los días de cobro (el tiempo promedio en que las facturas se transforman en efectivo) es de 41 días y el efecto que esto tiene en la liquidez de la compañía.

Gráfico N°18: Días de Inventario, Pago y Cuentas por Pagar (2008 – 2017)



IV.3 Capital de Trabajo

El capital de trabajo se calcula como el Activo Corriente menos el Pasivo Corriente, es decir, considera aquellos activos o pasivos que se planean cobrar o cancelar dentro del plazo de un año.

Para medir su eficiencia se utiliza el índice de capital de trabajo (Activo Corriente / Pasivo Corriente). Idealmente, éste debe ser entre 1.2 y 2, dado que resultados inferiores a este rango indicarían que el capital de trabajo es negativo, mientras que si excede estos valores significa que la empresa tiene

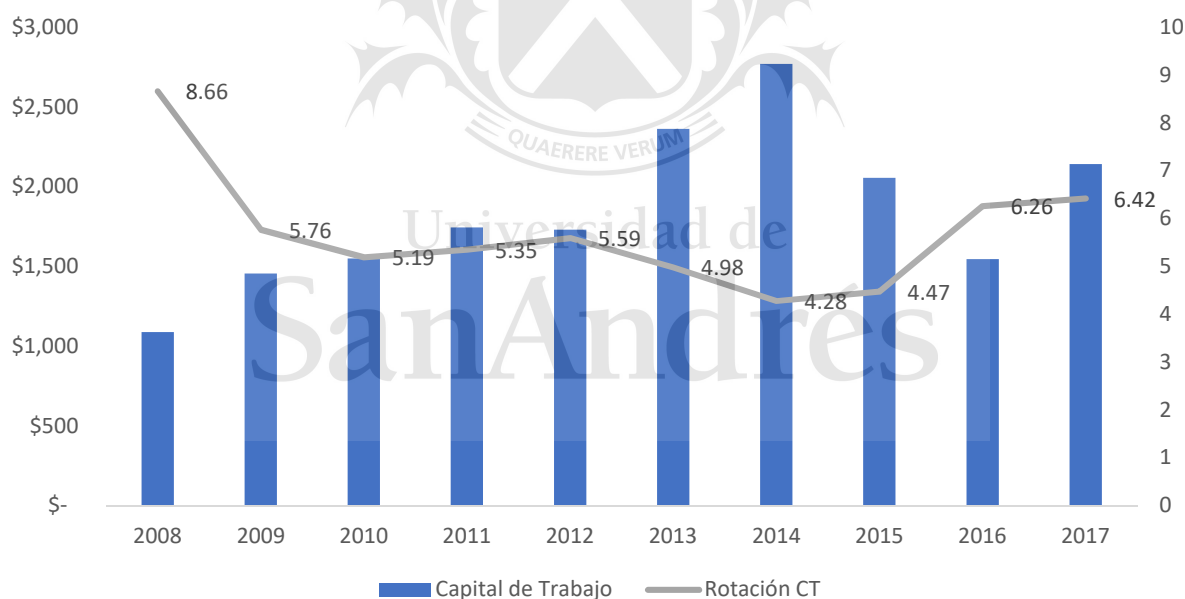
oportunidades para invertir su exceso de liquidez. Vemos que EL ha utilizado su capital de trabajo de forma eficiente en los últimos años, con un índice de 1.76 en 2017.

Se ha calculado además la rotación del capital de trabajo, para determinar cuán eficiente ha sido el management en el uso de los activos y pasivos de corto plazo para generar ventas. Así, se observa que en 2017 fue de 6.42. Para interpretar el resultado es importante compararlo con el medio de la industria, que es de 5.94, por lo que EL muestra una ventaja competitiva en la administración del capital de trabajo, al utilizarlo más veces en el año que el promedio.

Tabla N°3: Índice y Rotación del Capital de Trabajo (2008 – 2017)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Activo Corriente</i>	2,787	2,913	3,121	3,687	3,855	4,297	4,825	4,184	4,225	4,964
<i>Pasivo Corriente</i>	1,699	1,459	1,572	1,943	2,126	1,935	2,057	2,130	2,681	2,823
Capital de Trabajo	1,088	1,454	1,549	1,744	1,729	2,362	2,768	2,054	1,544	2,141
<i>Índice CT</i>	1.64	2.00	1.99	1.90	1.81	2.22	2.35	1.96	1.58	1.76
Rotación CT	8.66	5.76	5.19	5.35	5.59	4.98	4.28	4.47	6.26	6.42

Gráfico N°19: Capital de Trabajo y Rotación de Capital de Trabajo (2008 – 2017)

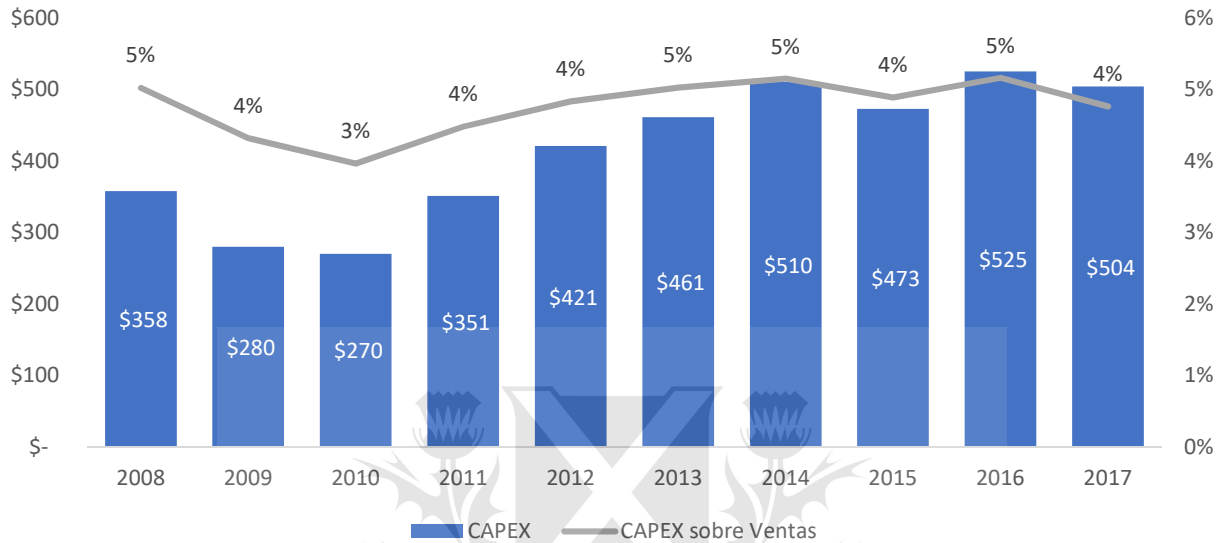


IV.4 Inversiones de Capital (CAPEX)

EL ha invertido un promedio del 4.5% de las ventas en inversiones de capital en los últimos años, principalmente relacionadas con equipamiento para sus plantas de producción (entre los que se encuentran sistemas de energía solar que reducirán los costos de electricidad al tiempo que se alinean con la estrategia de crecimiento sustentable), mejoras en los puntos de venta y en mostradores, e

instalación de tiendas independientes, especialmente en mercados emergentes. Este nivel de inversiones está en línea con la industria, sus competidores L'Oréal y Coty, con niveles de 4.5% 4.4% respectivamente.

Gráfico N°20: CAPEX y CAPEX sobre Ventas (2008 – 2017)



IV.5 Estructura Accionaria

Los miembros de la familia Lauder controlan la compañía desde su fundación, y actualmente ejercen roles de directores, ejecutivos y empleados. Son beneficiarios de acciones de Clase A y Clase B, que en su conjunto otorgan el 87% del poder de voto.

Al 30 de Junio de 2017, fecha de su último balance, Estée Lauder posee una capitalización de mercado de U\$S 35,330 millones. Las acciones Clase A cotizan en la Bolsa de Nueva York (NYSE) bajo el símbolo "EL" desde el 16 de noviembre de 1995. Las acciones Clase B no son negociadas públicamente pero cada acción es convertible a requerimiento del tenedor en una acción de Clase A.

Estructura de Capital

Total Activo U\$S 11,568	Total Pasivo U\$S 7,166
	Patrimonio Neto U\$S 4,402

Valor de Mercado del Equity (30/06/2017)		
Valor de Mercado del Equity (Millones de U\$S)	\$	35,330.57
Acciones (Millones)	\$	368.10
Precio por Acción (U\$S)	\$	95.98

Valor de Mercado / Valor de Libros = 8,03²⁶

IV.6 Apalancamiento

La deuda a largo plazo de Estée Lauder tiene una calificación de A+ de Standard & Poor's y de A2 de Moody's, ambos con perspectivas estables, considerada de buena calidad crediticia (Grado inversión).

En Febrero 2017 la compañía emitió un total de U\$S 1,500 millones de deuda en bonos de 3, 10 y 30 años, utilizados en parte para cancelar deuda de corto plazo y rescatar bonos de largo plazo con vencimiento en Mayo 2017. El cuadro siguiente detalla la deuda a largo plazo a junio de 2017, en millones de U\$S.

Tabla N°4: Deuda a largo plazo a Junio 2017, en millones de U\$S.

<u>Bonos Corporativos</u>	<u>Emisión</u>	<u>Vencimiento</u>	<u>Monto Emitido</u>	<u>Cupón %</u>	<u>Valor en Libros</u>
2033 Senior Notes	Sep-03	15-Oct-33	\$ 200	5.75%	\$ 197
2037 Senior Notes	May-07	15-May-37	\$ 300	6.00%	\$ 294
2042 Senior Notes	Aug-12	15-Aug-42	\$ 250	3.70%	\$ 247
2022 Senior Notes	Aug-12	15-Aug-22	\$ 250	2.35%	\$ 252
2045 Senior Notes	Jun-15	15-Jun-45	\$ 450	4.38%	\$ 455
2021 Senior Notes	May-16	10-May-21	\$ 450	1.70%	\$ 445
2047 Senior Notes	Feb-17	15-Mar-47	\$ 500	4.15%	\$ 493
2027 Senior Notes	Feb-17	15-Mar-27	\$ 500	3.15%	\$ 497
2020 Senior Notes	Feb-17	7-Feb-20	\$ 500	1.80%	\$ 498
					\$ 3,378

En cuanto a la estructura de capital de la compañía, el ratio actual Deuda/PN de 81% supera ampliamente el promedio de la industria (26%). El nivel de apalancamiento se ha duplicado desde 2014, principalmente debido a las adquisiciones realizadas en los períodos fiscales 2015 (Rodin, Le Labo, Malle y Glamglow, por U\$S 250 millones) y 2017 (Too Faced y Becca, por U\$S 1,700 millones). Sin embargo, esta estrategia es usual para compañías de alta capitalización, dados los beneficios del escudo fiscal.

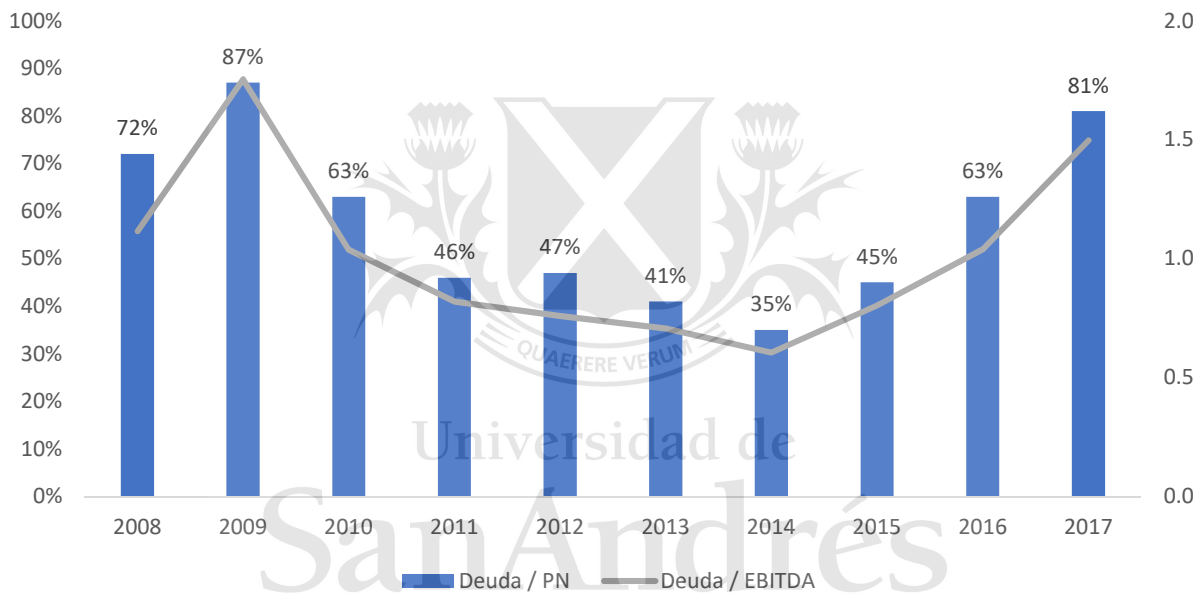
El ratio Deuda/EBITDA mide el nivel de deuda que tiene la compañía con respecto al EBITDA, en otras palabras, el tiempo en cantidad de años que necesitaría para pagar su deuda con el EBITDA generado en

²⁶ El Ratio Precio Valor Contable (del inglés Price-To-Book Ratio) mide la relación entre el precio al que cotizan las acciones y su valor patrimonial contable.

el último ejercicio asumiendo que ambos permanecen constantes. Como se observa en el gráfico que sigue, este ratio alcanza 1.50 en 2017. En línea con lo mencionado más arriba, el ratio se incrementó desde 2014 conforme Estée Lauder emitió más deuda, aunque el nivel actual no representa un riesgo dado que en la práctica se estipula que no debe superar las 5 veces.

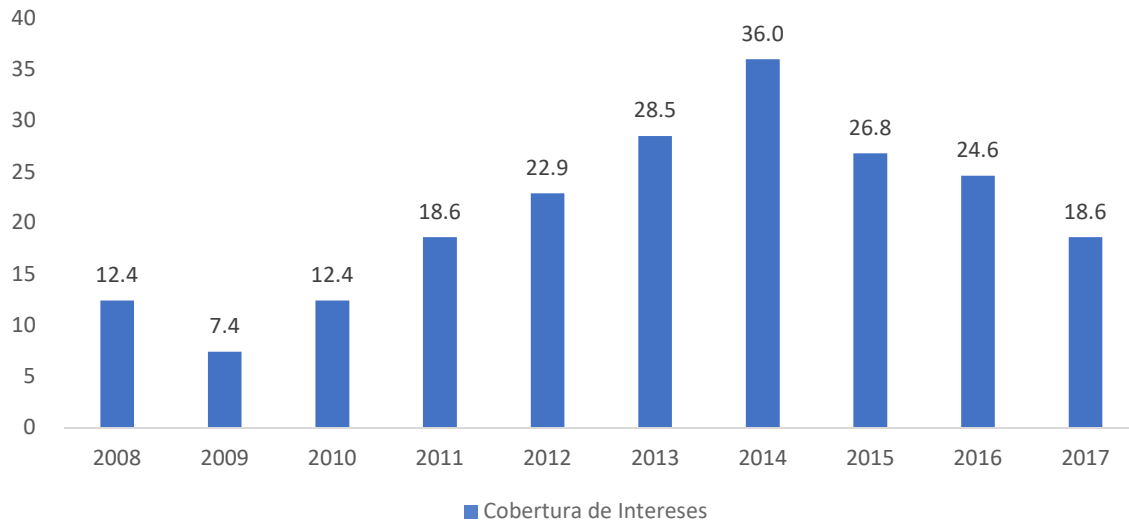
Adicionalmente, resulta interesante calcular el ratio de cobertura de intereses²⁷, para entender la capacidad de la empresa para hacer frente al pago de los intereses de deuda con los ingresos que genera. Cuanto mayor resulte el ratio, mayor es la seguridad para hacer frente a los intereses. En este caso, si bien el promedio de la industria es del 4.8 y lo deseable es al menos 3, EL tiene un ratio ampliamente superior, de 18.6, lo que la hace una inversión segura para los inversores.

Gráfico N°21: Deuda / PN y Deuda / EBITDA (2008 – 2017)



²⁷ La cobertura de intereses (en inglés Interest Coverage o también Times-Interest-Earned) mide cuántas veces el ingreso operativo generado por una empresa es superior a las cargas financieras que debe afrontar. Se calcula como la razón entre el EBIT y los gastos financieros.

Gráfico N°22: Cobertura de Intereses (2008 – 2017)



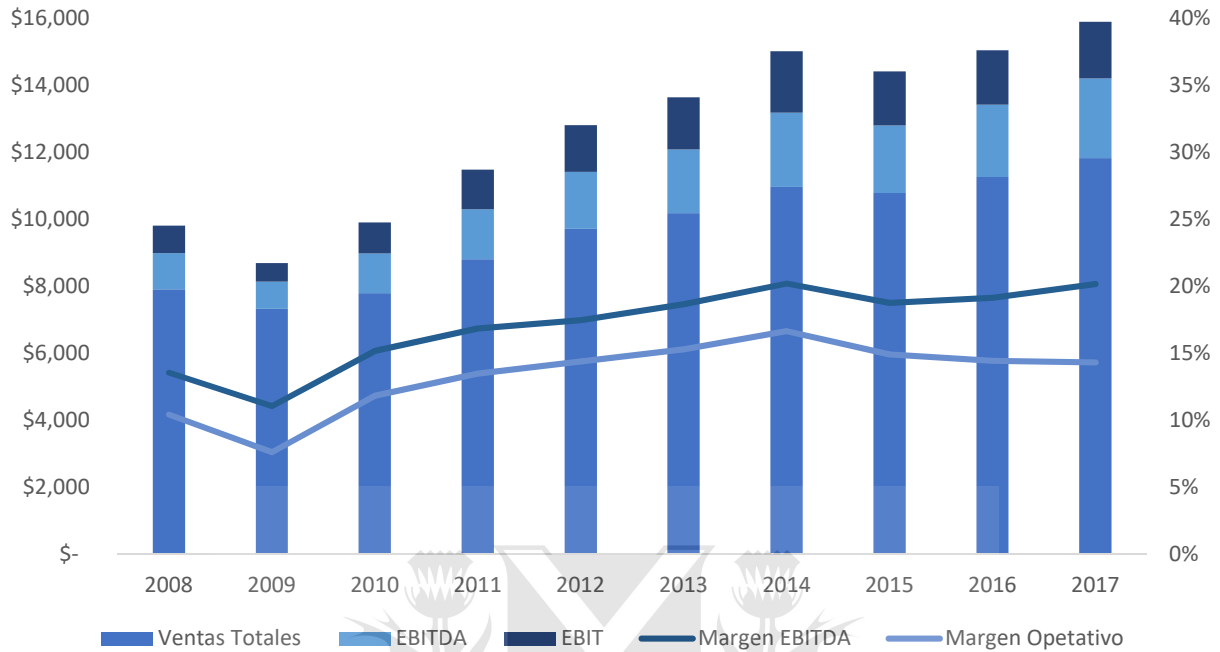
IV.7 Rentabilidad

La tabla y el gráfico a continuación muestran la evolución del estado de resultados de EL de los últimos 10 años (2008-2017).

Tabla N°5: Evolución de Ventas, EBIT, EBITDA y Márgenes (2008 – 2017), en millones de U\$S

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas Totales	7,911	7,324	7,796	8,810	9,714	10,183	10,969	10,780	11,262	11,824
COGS	1,997	1,882	1,822	1,931	1,994	2,025	2,158	2,101	2,181	2,437
Margen Bruto	75%	74%	77%	78%	79%	80%	80%	81%	81%	79%
EBITDA	1,073	810	1,184	1,485	1,697	1,902	2,217	2,022	2,155	2,384
Margen EBITDA	14%	11%	15%	17%	17%	19%	20%	19%	19%	20%
EBIT	825	558	923	1,187	1,397	1,559	1,827	1,608	1,626	1,692
Margen Operativo	10%	8%	12%	13%	14%	15%	17%	15%	14%	14%

Gráfico N°23: Evolución de Ventas, EBIT, EBITDA y Márgenes (2008 – 2017), en millones de U\$S



Estée Lauder logró aumentar sus ventas en \$3,913 millones de dólares en 10 años, equivalente a un CAGR de 5.2%, superior al crecimiento de la industria de cosméticos que creció a un CAGR de 4.3% en el mismo período. También se observa una mejora en todos los márgenes, de 400 puntos básicos como mínimo. En 2017 el margen operativo es del 14%, superior al de la industria que promedia el 12.9%.

Los ratios de rentabilidad buscan asociar los ingresos generados con la cantidad de recursos utilizados o actividad que ha tenido la compañía, correspondiendo entonces a la eficiencia en el empleo de los recursos: muestran las consecuencias conjuntas que la liquidez, gestión, y apalancamiento tienen en los resultados. Además de los márgenes sobre ventas analizados previamente, se pueden identificar el ROA, y el ROE.

El ROA²⁸, o rentabilidad sobre activos, relaciona el resultado neto con los activos. Del siguiente gráfico se observa una disminución en los últimos tres años, con un ROA que pasó de 16% en 2014 (su nivel más alto en 10 años) a 12% en 2017. Mediante el Análisis Du Pont, se puede observar que este desempeño se debe tanto al uso más deficiente de los activos en el período como también a una disminución en el margen neto en 2015 y 2016, que aunque fue mejorado en 2017 no logró compensar el descenso de la rotación. Estée Lauder supera el ROA de la industria, que es 7.7%.

²⁸ Del inglés, Return on Total Assets. Al ser el resultado neto un concepto anual (flujo), y los activos una variable de stock, conceptualmente es más apropiado calcular los activos como el promedio entre aquellos al inicio y al cierre del ejercicio bajo análisis.

Gráfico N°24: Retornos Sobre Activos - ROA (2008 – 2017)

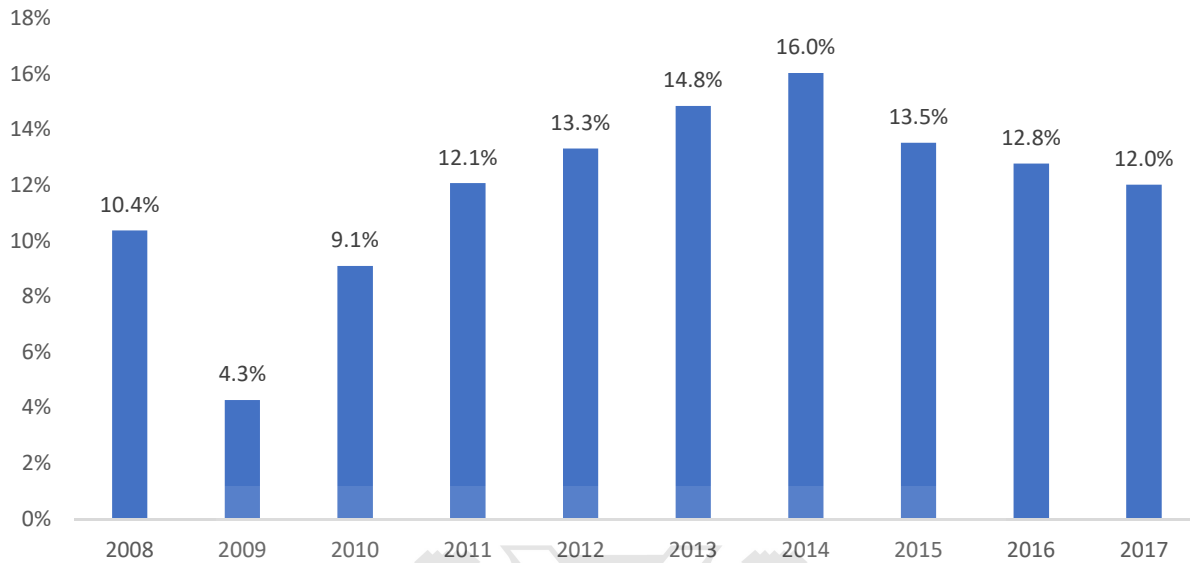


Tabla N°6: Análisis Du Pont del ROA (2008 – 2017)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Margen Neto	6.0%	3.0%	6.1%	8.0%	8.8%	10.0%	11.0%	10.1%	9.9%	10.6%
Rotación de Activos	1.7	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.3	1.3	1.1
ROA	10.4%	4.3%	9.1%	12.1%	13.3%	14.8%	16.0%	13.5%	12.8%	12.0%

El ROE²⁹, o rentabilidad sobre patrimonio neto, relaciona el resultado neto obtenido durante el período con respecto al capital accionario. Se obtiene del producto entre la rotación de activos, el margen neto (ROA) y el multiplicador del capital o apalancamiento financiero. Éste último mide la relación entre el activo y el capital accionario promedio, lo que significa que si la compañía no utilizara deuda para financiarse, el ROA y el ROE serían equivalentes. Como este no es el caso, el capital accionario resulta menor al total de los activos, y por lo tanto el ROE es superior al ROA.

Analizando el apalancamiento financiero, se observa que si bien el ROA disminuyó en los últimos tres años como se indicó anteriormente, el ROE se incrementó por la mayor proporción de deuda utilizada para financiar los activos, en línea con lo observado cuando se analizaron los ratios de apalancamiento.

²⁹ Del Inglés, Return on Common Equity

Gráfico N°25: Rentabilidad Sobre Patrimonio Neto - ROE (2008 – 2017)

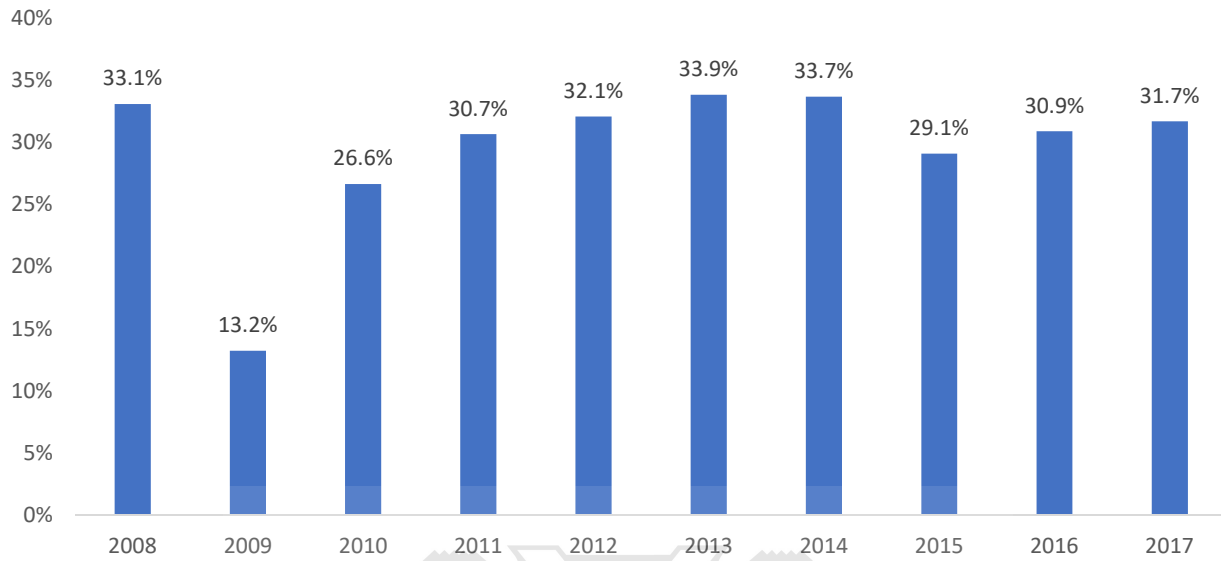


Tabla N°7: Análisis Du Pont del ROE (2008 – 2017)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Margen Neto</i>	6.0%	3.0%	6.1%	8.0%	8.8%	10.0%	11.0%	10.1%	9.9%	10.6%
<i>Rotación de Activos</i>	1.7	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.3	1.3	1.1
ROA	10.4%	4.3%	9.1%	12.1%	13.3%	14.8%	16.0%	13.5%	12.8%	12.0%
<i>Mult. Del Capital</i>	3.2	3.1	2.9	2.5	2.4	2.3	2.1	2.2	2.4	2.6
ROE	33.1%	13.2%	26.6%	30.7%	32.1%	33.9%	33.7%	29.1%	30.9%	31.7%

IV.8 Comparación de Ratios: Estée Lauder vs. Pares del Mercado

La tabla que se presenta a continuación muestra la comparación entre los Ratios Financieros de 2017 de Estée Lauder y aquellos de sus principales competidores: L'Oréal, Coty, Shiseido, Beiersdorf y Amore Pacific.

Tabla N°8: Ratios de Estée Lauder y Principales Competidores (2017)³⁰

	Ratio	Estée Lauder	L'Oréal	Coty	Shiseido	Beiersdorf	Amore Pacific
Liquidez	Liquidez Corriente	1.8	1.2	0.9	1.8	1.9	2.2
Gestión	Días de inventarios	203	129	113	194	100	106
	Días en la calle (ventas)	41	66	59	54	74	23
Apalancamiento	Deuda / PN	81%	5%	82%	19%	0%	3%
	Deuda / EBITDA	1.5	0.2	8.6	1.0	0.0	0.2
Rentabilidad	Cobertura Intereses	19	90	1	34	136	194
	Margen Bruto	79%	72%	62%	77%	59%	73%
	Margen Operativo	14%	17%	2%	8%	15%	12%
	ROA	12%	10%	-1%	2%	9%	7%
	ROE	32%	16%	-1%	6%	14%	10%

Para el caso de la liquidez corriente, Coty muestra una deficiente capacidad para cumplir con sus obligaciones de corto plazo, a diferencia de Estée Lauder y otros competidores que muestran ratios similares a los de la industria.

En lo que respecta a los indicadores de gestión, Estée Lauder tiene una clara oportunidad para mejorar sus días de inventario, que están por arriba de la media de la industria y son los más altos en relación a los competidores. Beiersdorf tiene la menor cantidad de días de inventario, menos de la mitad que Estée Lauder. Sin embargo, Estée Lauder muestra una muy buena gestión del tiempo promedio en que las facturas se transforman en efectivo (41 días). Este ratio es uno de los mejores, únicamente superado por Amore Pacific.

Estée Lauder y Coty están fuertemente apalancadas (niveles superiores al 80%). Se observa que el resto de los competidores, en especial L'Oréal, Beiersdorf y Amore Pacific tienen niveles de deuda muy bajos (inferiores al 5%). Sin embargo, mientras que Estée Lauder tiene una buena cobertura de intereses y un nivel de Deuda / EBITDA de 1.5 veces, Coty muestra una posición mucho más débil, con una cobertura de intereses muy inferior a lo deseable y un nivel de Deuda / EBITDA superior a 8, lo que significa una capacidad deficiente para hacer frente al pago de la deuda con los ingresos que genera.

En cuanto a los ratios de rentabilidad, se observa que Estée Lauder tiene el mejor margen bruto (79%), seguido por Shiseido (77%). Sin embargo, ésta última cuenta con un margen operativo ampliamente inferior. Por su parte, L'Oréal cuenta con el mejor margen operativo (17%), 300 puntos básicos superior al de Estée Lauder, lo que significa que es más eficiente en el manejo de sus gastos operativos. De todas maneras, Estée Lauder tiene un margen operativo superior al de la industria y al de sus principales competidores, además de mostrar un ROE de 32%, que duplica al de L'Oréal y es el más alto entre los comparables.

³⁰ Fuente: Elaboración Propia en base a información publicada por Thompson Reuters.

V. Valuación de Estée Lauder por Flujos de Fondos Descontados

El método de valuación por flujos de fondos descontados (DCF, en inglés *Discounted Cash Flow*) consiste en determinar el valor intrínseco (fundamental) de la empresa a partir de la suma de los flujos de fondos disponibles que se esperan generar en el futuro, para luego descontarlos a una tasa que refleje el costo de financiamiento de la empresa. El término “disponibles” hace referencia a un flujo de fondos que puede ser distribuido entre acreedores y accionistas, después de pagar gastos operativos e impuestos pero antes de pagos de intereses de deuda.

Para descontar los flujos de fondos disponibles, el factor de descuento más aceptado es el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC, en inglés *Weighted Average Cost of Capital*), que es una medida del costo de financiamiento con accionistas y acreedores.

El valor de una compañía medido de esta manera es entonces el valor presente de la sumatoria de los flujos de fondos disponibles futuros, descontados al costo de capital.

Los flujos de fondos disponibles (o libres) representan la cantidad total de efectivo que puede distribuirse entre los accionistas y acreedores de la compañía, por lo que permite determinar el valor total de la firma. Está determinado por la siguiente fórmula:

$$\begin{aligned} & \text{EBIT} \\ & - \text{Ajuste por Impuestos} \\ & + \text{Amortizaciones} \\ & - \text{Inversiones de Capital (CAPEX)} \\ & - \text{Incremento en el Capital de Trabajo} \\ & \text{Flujo de Fondos Libres de la Firma} \end{aligned}$$

Para el cálculo del valor de Estée Lauder se estimarán los Flujos de Fondos Libres de la Firma para los próximos 5 años (2018 a 2022), y luego se sumará el Valor Terminal, equivalente al valor de los flujos esperados a partir del año 2023. Esta proyección se hará en dólares y en términos nominales.

V.1 Tasa de Descuento

Para descontar los Flujos de Fondos Libres es necesario calcular la tasa de descuento, que refleja el retorno que los inversores requieren por invertir en la compañía. Esta tasa incorpora el riesgo asociado, al tratarse de flujos futuros inciertos que pueden diferir de aquellos que se anticipan al momento de realizarse la inversión.

Se utiliza como tasa de descuento el costo promedio ponderado del capital (WACC), que representa las tasas de retorno requeridas tanto por los tenedores de deuda como por los de capital, y es por lo tanto el costo de oportunidad de la compañía.

$$WACC = K_e * Equity / (Deuda + Equity) + K_d * Deuda / (Deuda + Equity) * (1-T)$$

Donde,

K_e = Costo de Capital

$E/(D + E)$ = Porcentaje de utilización de capital en la estructura de financiamiento

K_d = Costo de Deuda

$D/(D + E)$ = Porcentaje objetivo de utilización de deuda en la estructura de financiamiento

T = Alícuota de Impuesto a las Ganancias

V.1.1.1 Costo de Capital

Es práctica estándar para la estimación del **Costo de Capital o del Equity (K_e)** la utilización del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. El modelo postula que el costo de capital está determinado por tres factores: la tasa libre de riesgo, el retorno esperado del mercado, y un ajuste que refleja el nivel de riesgo de cada compañía con relación a la media. Este último componente puede obtenerse mediante la utilización del parámetro Beta (β) como medida de la sensibilidad del activo respecto al portafolio de mercado (riesgo no diversificable).

Así, la fórmula para el cálculo del costo de capital viene dada por:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Donde,

K_e = Costo del equity

R_f = Tasa libre de Riesgo

β = Beta de la compañía

R_m = Rendimiento de mercado

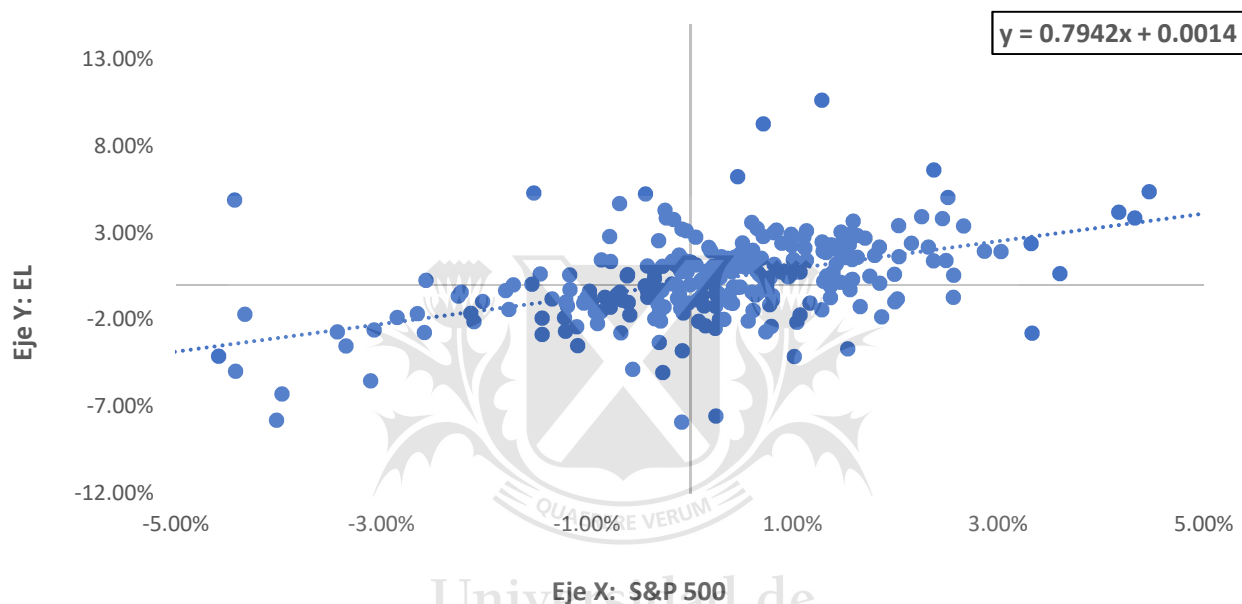
La **tasa libre de riesgo** es el retorno asociado a un activo financiero o portafolio de activos financieros que no posee riesgos de incumplimiento de pago ni de reinversión, en otras palabras, aquella que permite al inversor determinar con certeza el retorno esperado.

Siguiendo la literatura y la práctica financiera, como proxy de la tasa libre de riesgo se utiliza el YTM (*Yield To Maturity*) de los bonos del Tesoro Americano con vencimiento a 10 años, dado a que se trata de un activo de alta liquidez cuyo plazo se alinea con los flujos de fondos de la inversión evaluada. Al 29/03/2018, día más cercano a la Fecha de Valuación, el YTM equivale al **2.74%**³¹.

³¹ US Department of the Treasury. <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates>

Con el objetivo de estimar **Beta**, se realizó un análisis de regresión entre los retornos semanales de Estée Lauder y los del índice S&P 500, por cinco años entre el 1 de enero 2013 y el 1 de enero 2018. El resultado de la regresión arroja un Beta de **0.794**, lo que indica que la acción tiene un riesgo menor al promedio de mercado, siendo un 20.60% menos volátil.

Gráfico N°26: Cálculo de Beta (β) de Estée Lauder



32

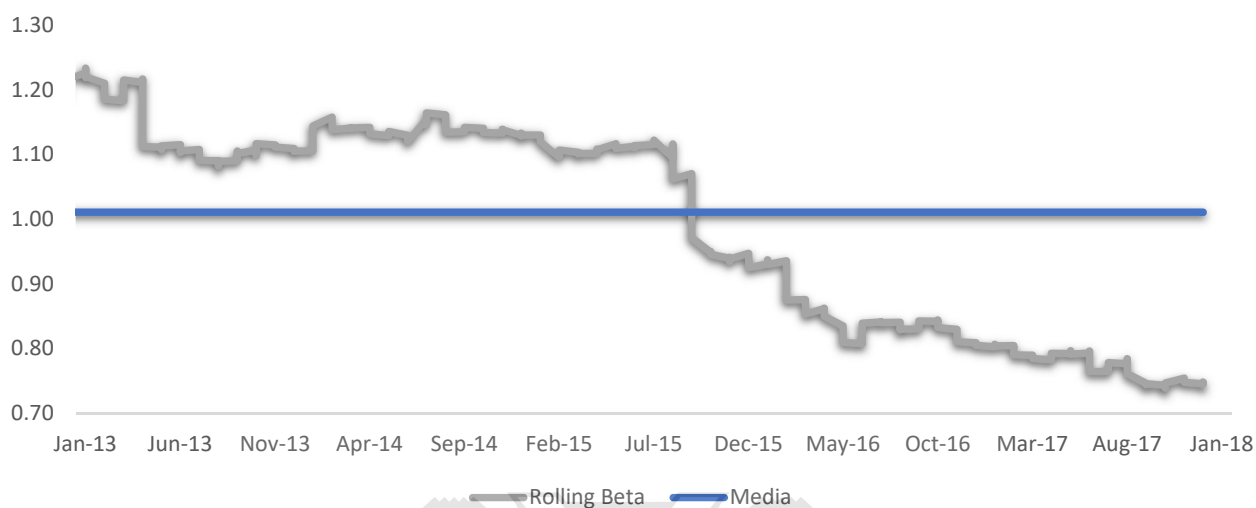
El beta obtenido como resultado de la regresión, se considera razonable dadas las características propias del negocio y la industria, y consistente con los fundamentos de la empresa. Resulta importante realizar este análisis, dadas las limitaciones de la utilización de datos históricos para la estimación de un beta que será utilizado en el descuento de flujos de fondos futuros.³³

Para complementar la estimación y visualizar posibles cambios estructurales, se realizó un análisis del Rolling Beta utilizando series históricas de 5 años, también sobre retornos semanales. Se puede ver que utilizar períodos más largos para la determinación de beta resultaría en una sobreestimación del riesgo de la compañía, dado al resultado arrojado de 1.01 (es decir, un riesgo muy similar al de mercado, que no condice con el análisis de los fundamentos).

³² Fuente: Yahoo Finance, Elaboración Propia

³³ Ver Apéndice I, para la comparación con el índice MSCI.

Gráfico N°27: Serie de Betas (β) históricos 5 años sobre retornos semanales



34

Para calcular la **Prima de Riesgo de Mercado**, definida como la diferencia entre el rendimiento esperado del mercado y la tasa libre de riesgo, se pueden utilizar observaciones históricas como proxy de los rendimientos esperados futuros. Para esto, lo aconsejable es utilizar períodos largos para reducir errores de estimaciones. Se consideró por lo tanto el promedio aritmético de los retornos anuales del índice S&P500 para los años 1987 a 2017³⁵: 9.43%. Siendo que la tasa libre de riesgo considerada es del 2.74%, se concluye que la prima de riesgo es de **6.69%**.

Así, el costo de capital estimado por el modelo CAPM arroja un rendimiento requerido por los accionistas de **8.05%**, tal como se ve en la tabla siguiente.

Tabla N°9: Costo de Capital (K_e) por CAPM

Tasa libre de Riesgo (US TSY 10y)	2.74%
Retorno Histórico S&P	9.43%
ERP	6.69%
Beta (vs S&P)	0.794
Ke	8.05%

³⁴ Fuente: Yahoo Finance, Elaboración Propia

³⁵ Fuente: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

V.1.2 Costo de Deuda

Para la financiación de sus operaciones, Estée Lauder hace uso de diversas fuentes de financiamiento, como ser su programa de papeles comerciales (de corto plazo, inferior a 9 meses), líneas de crédito otorgadas por instituciones bancarias en Estados Unidos y en el exterior, y la emisión de deuda de largo plazo.

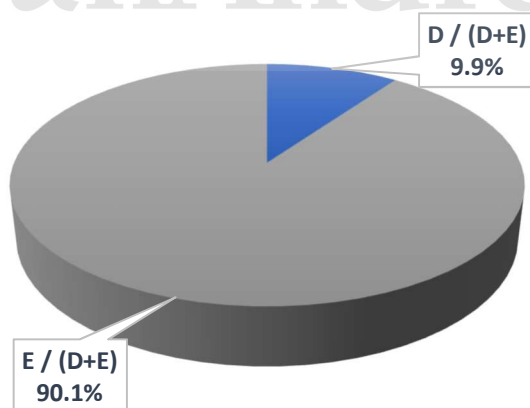
Para determinar el **Costo de la Deuda** se considera el rendimiento en el mercado del bono a 10 años emitido por la compañía, que asciende a **4.32%**. Este es el costo apropiado para utilizar en la fórmula del WACC, dado el largo plazo del bono, su liquidez y naturaleza libre de opciones. Además, al ser considerado grado de inversión (A+) la probabilidad de default es baja, y por tanto su YTM es un proxy del rendimiento esperado.

V.1.3 Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)

Ya determinados el costo de equity y el de deuda, es necesario establecer la estructura de capital a ser utilizada en el cálculo del costo promedio ponderado del capital. Ésta debe ser aquella objetivo o ideal que la compañía desea alcanzar, dado que la actual podría no reflejar aquella que prevalecerá durante la vida del negocio.

En este análisis resulta relevante entonces verificar la estructura de capital promedio de la industria. Esta información es provista por la consultora Duff & Phelps y calculada a valores de mercado en base al promedio de los últimos 5 años para la industria de Productos Personales³⁶, que incluye a 35 compañías multinacionales como Amore Pacific, Beiersdorf, L'Oréal, Shiseido, Natura y Unilever, además de la propia Estée Lauder. Se observa que el ratio de Deuda / Capital Total promedio en la industria es de 9.9%.

Gráfico N°28: Estructura de Capital Promedio últimos 5 años de la Industria de Productos Personales



37

³⁶ Duff & Phelps realiza su análisis identificando las industrias por un código denominado GICS (en inglés, Global Industry Classification Standard).

³⁷ Fuente: Duff & Phelps. 2017 Valuation Handbook: International Industry Cost of Capital

Adicionalmente, en base a la capitalización de Estée Lauder que asciende a U\$S 35,330 millones (E) y a la cotización de sus bonos en el mercado de U\$S 3,185 millones (D), se puede verificar que la compañía se financia actualmente en un 8.3% con deuda y en un 91.7% con equity. Se observa de esta manera una gran similitud entre el ratio correspondiente a Estée Lauder y el promedio de la industria informado por Duff & Phelps. A los fines de calcular la tasa WACC para la valuación objeto del presente trabajo y teniendo en cuenta las compañías buscan contar con una estructura que minimice el costo de capital, se utilizará una estructura de capital compuesta por un 9.9% de Deuda y un 90.1% de Capital Propio.

La siguiente tabla muestra el resultado obtenido del Costo Promedio Ponderado de Capital para Estée Lauder, que asciende a **7.57%**.

Tabla N°10: WACC (Costo Promedio Ponderado de Capital)

Costo de Capital Propio (Ke)	8.05%
Ratio Capital Propio / Capital Total (E/(D+E))	90.10%
Kd (Costo de Deuda)	4.32%
Ratio Deuda / Capital Total (D/(D+E))	9.90%
Tasa de impuesto a las ganancias (T)	25.70%
WACC	7.57%

V.2 Flujos de Fondos Libres

Para estimar los Flujos de Fondos Libres de la compañía se realizarán hipótesis de las principales variables de impacto, que son:

- Ventas Totales
- Margen EBITDA
- Activos No Corrientes, Depreciaciones y Amortizaciones
- Inversiones de Capital (CAPEX)
- Capital de Trabajo
- Valor Terminal

A modo de realizar una valuación más completa, se construyeron tres escenarios posibles: base, pesimista y optimista, con el objetivo de obtener un rango de valuación para la firma.

V.2.1 Escenario Base

Ventas Totales

Para proyectar las ventas totales de los próximos 5 años se han utilizado datos provistos por la plataforma de Thomson Reuters, opiniones y reportes de analistas del sector y estimaciones del management de Estée Lauder.

En 2018 se espera un crecimiento en las ventas de 16% (ya evidenciado en los resultados trimestrales) debido al foco que la compañía ha puesto en los *millennials* con sus marcas Becca y Too-Faced, la inversión en redes sociales y en *influencers* (personalidades destacadas como Kendall Jenner³⁸, Irene Kim³⁹ y Joan Smalls⁴⁰). Además, por las inversiones realizadas en China, donde el crecimiento ya ha sido de dos dígitos en 2017 y Estée Lauder cuenta con el 14% del market share. China el mercado que más rápidamente está creciendo a nivel global, con una expectativa de crecimiento del 25% en los próximos 5 años. El aumento del tráfico de pasajeros internacional y la reducción fiscal en Estados Unidos también favorecen esta estimación de ventas extraordinaria.

Entre los años 2019 a 2022, la gerencia espera continuar creciendo a niveles superiores a los de la industria, que tiene un potencial de CAGR superior al 5%⁴¹. Con la innovación en productos para atraer a la creciente y diversa clase media en todo el mundo, inversiones en medios digitales y nuevos canales de ventas, se espera que el crecimiento de Estée Lauder supere en al menos 200 puntos básicos al de la industria, en línea con lo evidenciado en los últimos años.

Dadas las diferentes tasas de crecimiento estimadas para cada región y la participación que cada una de ellas tiene en el crecimiento total, a continuación sigue un análisis detallado de cada una de ellas.

Americas

Si bien en Estados Unidos se espera un panorama difícil debido a la crisis que enfrenta el sector de tiendas departamentales⁴², donde Estée Lauder vende más del 40% de sus productos, se proyecta que el mercado de cosméticos crecerá a una CAGR de 3.7% hasta 2022, lo que implica que será superado por EMEA como mercado más relevante. Se evidencia una tendencia en gastar más en productos de belleza que se va a acentuar en los próximos años, como así también su uso más frecuente.

En Latinoamérica la expectativa de crecimiento es del 4.5%, impulsado por Brasil que es el mercado más grande en la región. A partir de la contracción de su economía en 2015, los consumidores han cambiado a productos más baratos o marcas locales. Sin embargo, con la recuperación se espera que el mercado de cosméticos también repunte. En el resto de los países se espera un crecimiento moderado.

En su conjunto, se proyecta para Americas un crecimiento de ventas del 4% para el escenario base.

³⁸ Modelo estadounidense con una audiencia en redes sociales que supera los 50 millones de seguidores.

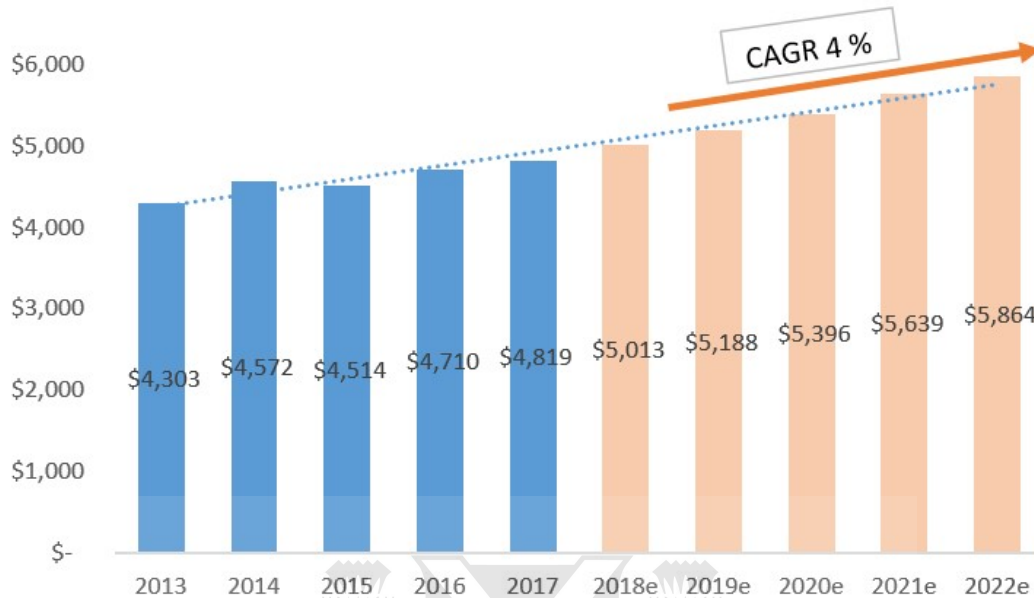
³⁹ Modelo estadounidense de origen asiático, catalogada como “La IT Girl Koreana”.

⁴⁰ Modelo puertorriqueña, primera latina en representar a EL, con más de 3 millones de seguidores en Instagram.

⁴¹ De acuerdo a lo publicado en la *Estee Lauder Companies Inc. (EL) Q3 2018 Earnings Conference* en Mayo 2018.

⁴² En lo que va de 2018 se han cerrado Macy's, Sears, y Bon-Ton ha sido liquidada. La crisis afecta tanto a Estados Unidos como a Canadá.

Gráfico N°29: Americas, Crecimiento de Ventas (2013-2022) en millones de U\$S



Europa, Oriente Medio y África

Se espera un fuerte crecimiento de la industria en los países de Oriente Medio, particularmente Emiratos Árabes, Arabia Saudita e Israel. Emiratos Árabes tiene un ingreso per cápita alto, con una administración moderna y potencial de crecimiento de las mujeres en el ámbito laboral. A media que esto sucede aumenta también las ventas de productos cosméticos.

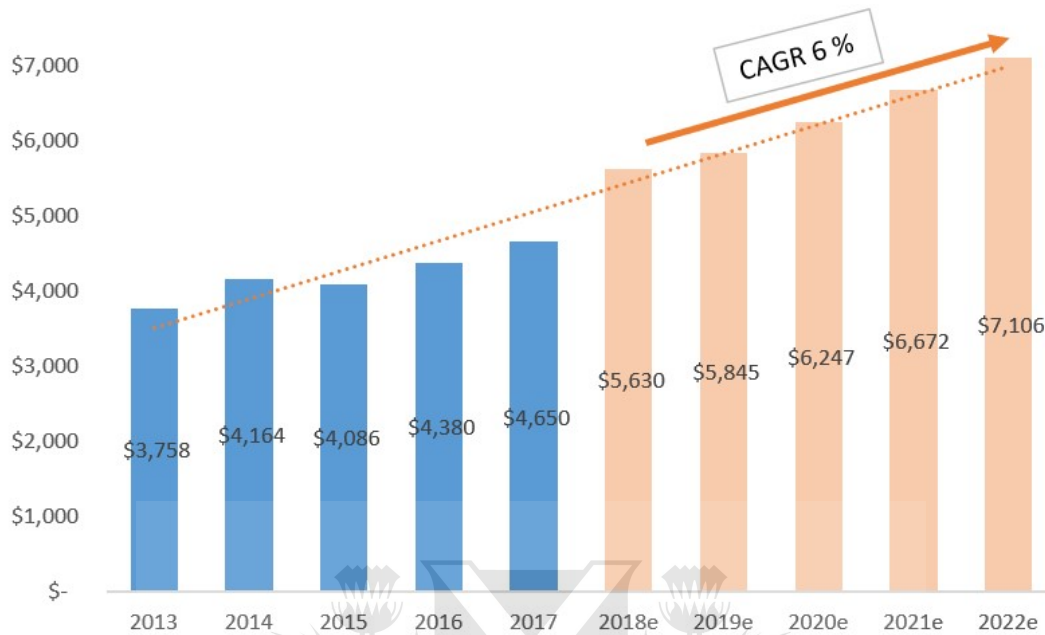
Rusia es otro de los países con un fuerte crecimiento promedio de 10% anual en el que Estée Lauder se está focalizando, al haberse convertido en el cuarto mercado más grande de Europa de productos cosméticos con el 45% de la población compuesta por mujeres de entre 20 y 60 años. En Europa Occidental, el crecimiento durante el período analizado se estima cercano al 2.6%.

Por su parte, se espera para África un CAGR del 8% para el período analizado, donde el mercado más importante es Sudáfrica, seguido por Nigeria. Este nivel de crecimiento se debe principalmente al aumento de la clase media, la urbanización (que implica que los consumidores cuentan con más ingresos disponibles), y una mejora en las regulaciones y disminución de barreras para el comercio.

Adicionalmente, se prevé un incremento del flujo del turismo en toda región, favoreciendo el canal de aeropuertos.

Para EMEA se proyecta un CAGR de 6% para el escenario base.

Gráfico N°30: EMEA, Crecimiento de Ventas (2013-2022) en millones de U\$S

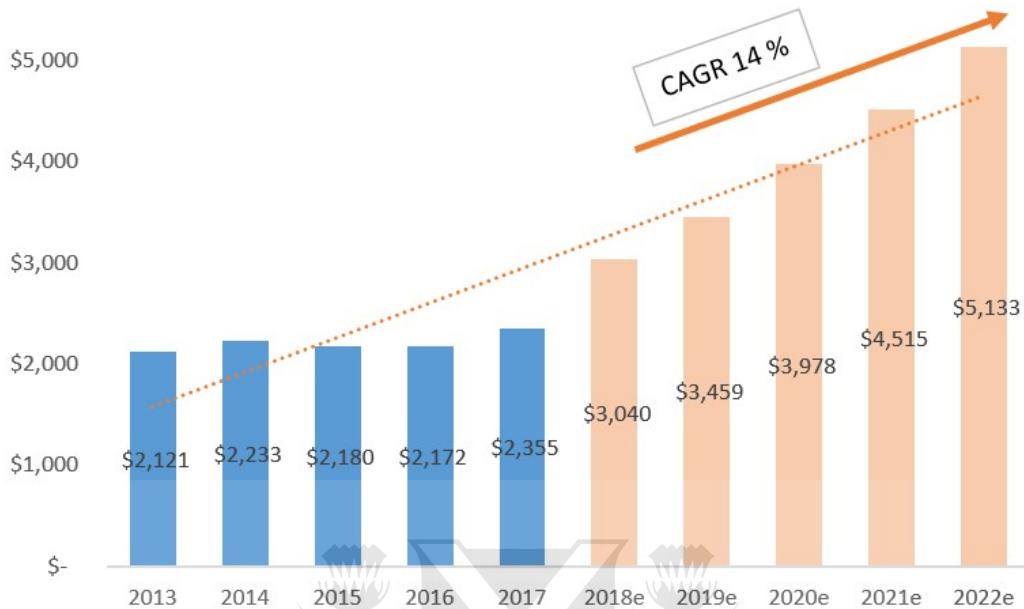


Asia Pacífico

La región Asia Pacífico será la que impulse las ventas de la compañía en los próximos 5 años. Durante los dos últimos trimestres del año 2017, las ventas mostraron un crecimiento del 25% en comparación al mismo período de 2016, incrementándose de U\$S 1,249 millones a U\$S 1,561 millones. El aumento en los ingresos disponibles, especialmente en China, la creciente urbanización, y la expansión del comercio electrónico que permite llegar a más ciudades en las que no hay presencia física, hacen que este mercado represente una parte cada vez más importante de los ingresos. La expansión del comercio online se evidencia en el hecho que un cuarto de las ventas son por canales electrónicos. Por otro lado, las inversiones en esta región están creando una mayor conciencia de marca entre los consumidores, especialmente debido a las campañas en redes sociales.

Se proyecta para la industria un CAGR para esta región del 10% entre los años 2018- 2022. Para el Escenario Base, Estée Lauder proyecta crecer en un 14%.

Gráfico N°31: Asia Pacífico, Crecimiento de Ventas (2013-2022) en millones de U\$S



Margen EBITDA

Con un Margen EBITDA promedio de 19% durante los últimos 5 años (2013-2017), se proyecta para el año 2022 una mejora de 400 puntos básicos, donde se espera que alcance el 23%, debido a la reducción en los gastos operativos impulsada por la iniciativa *Leading Beauty Forward*.

Tabla N°11: Proyección Margen EBITDA para Escenario Base

2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
18%	20%	19%	18%	18%	19%	21%	22%	22%	23%

Activos No Corrientes, Depreciaciones y Amortizaciones

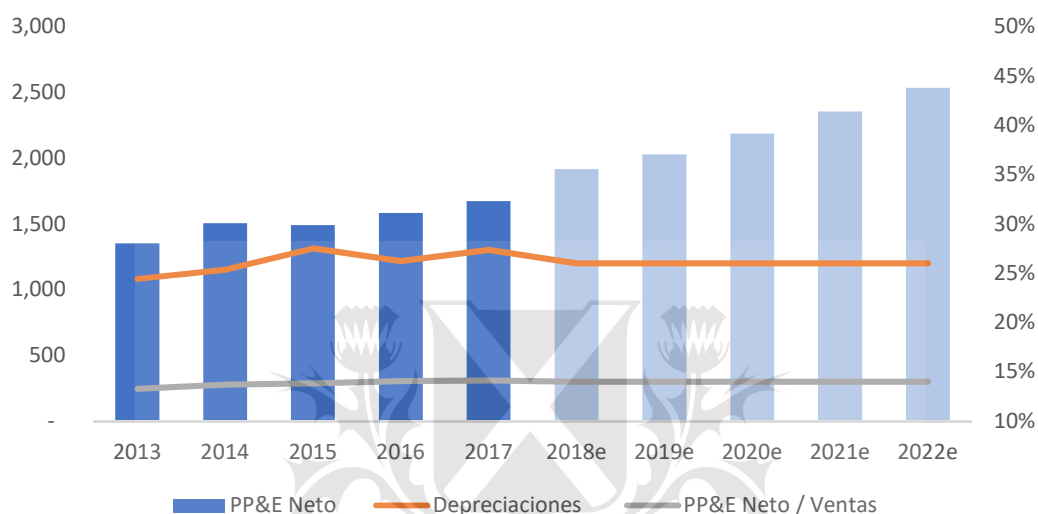
La estimación de la evolución de los Activos No Corrientes y las Depreciaciones y Amortizaciones son conceptos interrelacionados, por lo que se realizará un análisis conjunto.

En primer lugar, se analizó la evolución histórica de las Plantas, Propiedades y Equipos (en adelante PP&E) entre los años 2013 a 2017 (terrenos, edificios, maquinarias, equipos, softwares, muebles y útiles, mejoras a inmuebles), tanto en importes como porcentaje de ventas. Se observa que éstos representan un 14% de las ventas, de manera muy estable. Por lo tanto, se toma este porcentaje para proyectar los PP&E para el período de valuación. La proporción que representan las depreciaciones de PP&E también es estable a través del tiempo, con promedio del 26%, por lo que se considerará este porcentaje para el cálculo de las depreciaciones.

Por otro lado, se analizaron los activos intangibles, que incluyen el valor de las marcas y patentes, licencias, acuerdos de no competencia, lista de clientes, entre otros. En 2017 se observa un gran crecimiento debido

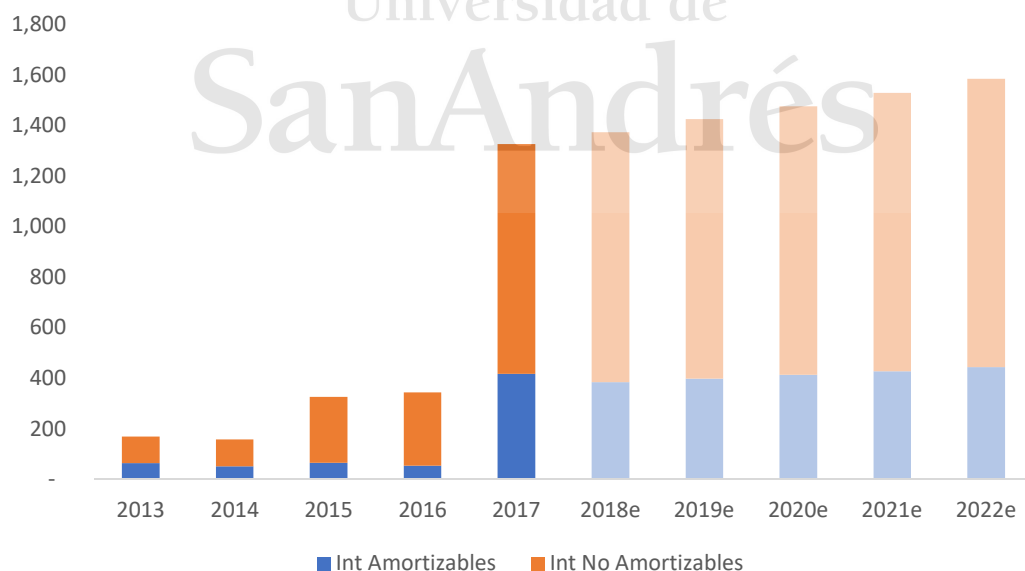
principalmente a las adquisiciones de las marcas *Becca* y *Too Faced*⁴³. Los activos intangibles se dividen en aquellos que son amortizables, como las listas de clientes o acuerdos de no competencia, y los no amortizables por considerarse de vida infinita como las marcas, con un diferente tratamiento contable. Para estimar los activos intangibles amortizables, se utilizaron proyecciones de analistas de Thompson Reuters, de 3% anual de crecimiento. Con respecto a las amortizaciones, se utiliza un promedio del 10% considerando el período esperado de generación de beneficios.

Gráfico N°32: PP&E y Depreciaciones (2013-2022) en millones de U\$S



44

Gráfico N°33: Activos Intangibles (2013-2022) en millones de U\$S



45

⁴³ Adquiridas en Noviembre y Diciembre de 2016, respectivamente por U\$S 200 MM y U\$S 1.500 MM.

⁴⁴ Fuente: Elaboración Propia en base a información publicada por Thompson Reuters

⁴⁵ Fuente: Ídem anterior

Inversiones de Capital (CAPEX)

Para mantener y hacer crecer las ventas, las compañías deben reinvertir una porción de la caja en el negocio. Siguiendo la recomendación de McKinsey & Company, éstas deben calcularse sumando el cambio en PP&E de un año al otro más la depreciación, de acuerdo al cálculo siguiente:

Tabla N°12: Estimaciones de CAPEX en millones de U\$S (2018-2022)

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
PP&E Neto (A)	1,671	1,916	2,029	2,187	2,356	2,534
Depreciación (B)	457	498	528	569	612	659
CAPEX (A_t - A_{t-1} + B)	504	743	641	727	781	838

Las inversiones de capital así determinadas también están en línea con el promedio histórico como un porcentaje de las ventas del 4.5%.

Capital de Trabajo

Para estimar las necesidades de capital de trabajo, se analizó el *capital de trabajo operativo*. Las compañías necesitan contar con efectivo y otros valores negociables para manejar su operación. Lo mismo sucede con otros activos corrientes, como los inventarios y las cuentas a cobrar.

El capital de trabajo operativo asume que el efectivo y otros valores negociables son los necesarios para la realización de las operaciones *habituales*. De acuerdo con un estudio realizado por McKinsey & Company Inc sobre las compañías no financieras de S&P 500, un efectivo superior al 2% de las ventas se considera excesivo para las operaciones habituales. Por lo tanto, para el cálculo de este indicador se han excluido los valores presentes en el balance que superen este porcentaje. También se excluyen aquellos pasivos corrientes que cobran interés, como la deuda bancaria.

$$\text{Capital de Trabajo Operativo Neto} = \left(\text{Caja y Valores Negociables} + \text{Cuentas A Cobrar} + \text{Inventario} \right) - \left(\text{Cuentas A Pagar} + \text{Pasivos Acumulados} \right)$$

El siguiente cuadro muestra la evolución del capital de trabajo operativo para los años 2013 a 2017. En promedio, el activo corriente representa el 29% sobre las ventas, y el pasivo corriente el 25% de los costos de mercaderías vendidas y los gastos operativos. Dado que uno de los objetivos de la iniciativa *Leading Beauty Forward* consiste en optimizar la cadena de suministro, y por tanto una reducción en los días de inventario que actualmente son superiores a los de la industria, se estima para el escenario base un activo corriente del 27% sobre las ventas, por la reducción a 193 días de inventario, lo que equivale a una mayor rotación de 1.9 veces. El pasivo corriente se calculará como el 25% de los costos de mercaderías vendidas y los gastos operativos.

Tabla N°13: Evolución Capital de Trabajo Operativo (2013-2017)

Cálculo Capital de Trabajo Operativo	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas	10,182	10,969	10,780	11,262	11,824
COGS y Gastos Operativos	8,313	8,748	8,751	9,221	9,640
<i>Caja y Bancos Habituales (2% Ventas)</i>	204	219	216	225	236
Cuentas a Cobrar	1,172	1,379	1,175	1,258	1,395
Inventario	1,114	1,294	1,216	1,264	1,479
Prepagos	515	523	268	320	349
Activos Corrientes Operativos	3,005	3,415	2,875	3,067	3,459
Cuentas a Pagar	482	525	635	716	835
Pasivos Acumulados ⁴⁶	1,435	1,514	1,465	1,632	1,799
Pasivos Corrientes Operativos	1,917	2,039	2,100	2,349	2,634
Capital de Trabajo Operativo	1,088	1,376	775	718	825
Variación Capital de Trabajo	292	289	(602)	(56)	107
Act Cte Op / Ventas	30%	31%	27%	27%	29%
Pas Cte Op / COGS y Gastos Op	23%	23%	24%	25%	27%

47

Valor Terminal

Resulta significativo dentro del proceso de valuación basado en flujos de fondos descontados la determinación del valor terminal. Para ello existen diferentes alternativas, entre ellas asumir la liquidación de la empresa. En este caso, se trabaja con el supuesto de que la empresa posee una vida infinita, por lo que se utilizará el modelo de tasa de crecimiento constante a perpetuidad. La elección de la tasa de crecimiento es un elemento clave en el modelo, dado que pequeños cambios pueden afectar el valor terminal ampliamente.

$$VT = \frac{FFL \times (1 + g)}{WACC - g}$$

Donde,

VT = Valor Terminal de EL.

FFL = Flujo de Fondos Libres de EL.

g = Tasa de crecimiento estable

WACC = Costo de Capital de EL calculado para descontar flujos de fondos libres en el período 2018-2022.

⁴⁶ Corresponde principalmente a gastos comerciales, compensaciones y nómina.

⁴⁷ Fuente: Elaboración Propia en base a información publicada por Thompson Reuters

Para el cálculo del valor terminal se utilizarán los flujos libres de la firma de 2022 y una tasa de crecimiento nominal a perpetuidad del 3.4%. De acuerdo con las proyecciones de PwC⁴⁸, esa será la tasa de crecimiento del PBI global a partir de 2023.

Valor de la Firma (Enterprise Value) y Valor del Equity

A partir de los Flujos de Fondos Libres generados con los supuestos del escenario base, éstos se descuentan al WACC. El valor de la firma obtenido es de U\$S 48,661 MM. El siguiente cuadro muestra el cálculo de los Flujos de Fondos Libres pasados y proyectados.

Para determinar el valor del *equity*, debe descontarse del valor de la firma obtenido el valor de la deuda que a valores de mercado es de U\$S 3,185 MM, luego de sumarse el importe de caja y equivalentes, lo que da como resultado U\$S 47,792 MM. Dividiendo por la cantidad de acciones en circulación a la fecha de valuación, se obtiene un valor por acción de U\$S 127.- para el escenario base.

Tabla N°14: Valor del Equity / Acción – Escenario Base

Valor del Equity / Acción	
Valor de La Firma (MM)	48,661
Caja y equivalentes (MM)	2,316
Deuda Financiera (MM)	-3,185
Valor del Equity (MM)	47,792
Acciones (MM)	375.7
Valor de la Acción	\$127.21

⁴⁸ <https://www.pwc.com/gx/en/issues/economy/global-economy-watch/projections.html>

Escenario Base: Flujos de Fondos Libres, Valor de La Firma y Valor del Equity

The Estée Lauder Companies Inc. U\$S MM	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Valor Terminal
Ventas Totales	10,182	10,969	10,780	11,262	11,824	13,683	14,492	15,621	16,826	18,103	
<i>Americas</i>	4,303	4,572	4,514	4,710	4,819	5,013	5,188	5,396	5,639	5,864	
<i>EMEA</i>	3,758	4,164	4,086	4,380	4,650	5,630	5,845	6,247	6,672	7,106	
<i>Asia Pacífico</i>	2,121	2,233	2,180	2,172	2,355	3,040	3,459	3,978	4,515	5,133	
(-) COGS	1,683	1,765	1,677	1,750	1,945	2,257	2,609	2,812	3,365	3,621	
Resultado Bruto	8,498	9,204	9,103	9,512	9,879	11,426	11,883	12,809	13,461	14,482	
(-) Gastos de Ventas, Gral y Adm	6,630	6,983	7,074	7,471	7,695	8,787	8,860	9,422	9,814	10,319	
EBITDA	1,869	2,221	2,030	2,041	2,184	2,639	3,023	3,387	3,647	4,164	
(-) Depreciación & Amortización	343	393	424	431	492	537	567	610	655	703	
EBIT	1,526	1,828	1,606	1,610	1,692	2,102	2,456	2,777	2,992	3,460	
EBIT (1-t) = NOPAT	1,059	1,243	1,125	1,161	1,315	1,186	1,825	2,064	2,223	2,571	
(+) Depreciación & Amortización	343	393	424	431	492	537	567	610	655	703	
(-) Capex	461	510	473	525	504	743	641	727	781	838	
(-) Var. Cap de Trabajo	292	289	(602)	(56)	107	108	112	114	89	155	
FLUJOS DE FONDOS LIBRES	648	837	1,678	1,123	1,195	872	1,639	1,833	2,008	2,282	56,583
Tasa de Crecimiento Perpetua											3.40%
Tasa de Descuento WACC (U\$S Nominal)						7.57%	7.57%	7.57%	7.57%	7.57%	7.57%
Período de Descuento (Años)						0.25	1.25	2.25	3.25	4.25	
Factor de Descuento						1.02	1.10	1.18	1.27	1.36	1.36
VALOR PRESENTE DE FFL @ Marzo 2018						856	1,496	1,556	1,584	1,673	41,496
VALOR DE LA FIRMA @ Marzo 2018						48,661					
(-) Valor Deuda Financiera						3,185					
(+) Caja y Equivalentes						2,316					
VALOR DEL EQUITY @ Marzo 2018						47,792					

V.2.2 Escenario Optimista

En este escenario se asume que las variables críticas para la proyección de los flujos tienen un desempeño mejor al esperado, excediendo las estimaciones de la gerencia y en un contexto de crecimiento de la economía. El comportamiento de las variables es el siguiente:

Ventas Totales

Americas

Estée Lauder logra mitigar el impacto negativo de los cierres de las tiendas departamentales en Estados Unidos, acelerando rápidamente el canal online y mejorando la experiencia del cliente en las tiendas, sumado al hecho de que los consumidores gastan más en productos de belleza. Brasil se recupera rápidamente dado el nuevo escenario político. Se proyecta bajo este escenario un CAGR del 4.5%, y un crecimiento del market share en la región.

Europa, Oriente Medio y África

Crece el flujo de turismo en la región, favoreciendo las ventas en los aeropuertos, particularmente de turistas provenientes de China. EL incrementa la participación en India, Rusia, Turquía y los países de Oriente Medio mediante la presencia en redes sociales. Se considera por lo tanto un CAGR de 6.9%.

Asia Pacífico

Se proyecta un crecimiento de las ventas de un CAGR de 15.5% en el período proyectado, impulsado por China, Corea, Tailandia y Japón, y lanzamientos de nuevos productos que atiendan a necesidades de este mercado.

Así, se espera para la compañía en este escenario un CAGR en las ventas totales de 8.2% hasta el año 2022, 100 puntos básicos superior al proyectado en el escenario base, y 200 puntos básicos superior al crecimiento de la industria.

Margen EBITDA

La iniciativa *Leading Beauty Forward* alcanza el objetivo de 23% de Margen EBITDA anticipadamente, en el año 2021, principalmente debido a inversiones estratégicas dirigidas al Marketing *Onmichannel* y menores costos laborales por la reducción del personal.

Tabla N°15: Proyección Margen EBITDA para Escenario Optimista

2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
18%	20%	19%	18%	18%	19%	22%	22%	23%	23%

Capital de Trabajo

Se mejoran los días de inventario para llegar a los 170 días en 2022, equivalente a una rotación de 2.15 (todavía superior a la industria). En base a esta mejora, se calculan los activos corrientes como el 25% sobre las ventas. El cálculo del pasivo corriente no varía con respecto al escenario base.

No hay cambios con respecto a las metodologías de estimación de los Activos No Corrientes, Amortizaciones y Depreciaciones, Inversiones de Capital y Valor Terminal. Se utilizarán los mismos supuestos que en el escenario base.

Valor de la Firma (Enterprise Value) y Valor del Equity

A partir de los Flujos de Fondos Libres generados con los supuestos del escenario optimista y luego de descontarlos al WACC, el valor de la firma obtenido es de U\$S 52,880 MM. El valor del equity es de U\$S 52,011 MM, y de la acción U\$S 138.-

Tabla N°16: Valor del Equity / Acción – Escenario Optimista

Valor del Equity / Acción	
Valor de La Firma (MM)	52,880
Caja y equivalentes (MM)	2,316
Deuda Financiera (MM)	-3,185
Valor del Equity (MM)	52,011
Acciones (MM)	375.7
Valor de la Acción	\$138.44

Escenario Optimista: Flujos de Fondos Libres, Valor de La Firma y Valor del Equity

The Estée Lauder Companies Inc. U\$S MM	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Valor Terminal
Ventas Totales	10,182	10,969	10,780	11,262	11,824	14,025	15,099	16,308	17,680	19,201	
<i>Americas</i>	4,303	4,572	4,514	4,710	4,819	5,140	5,371	5,613	5,866	6,130	
<i>EMEA</i>	3,758	4,164	4,086	4,380	4,650	5,770	6,145	6,575	7,035	7,528	
<i>Asia Pacífico</i>	2,121	2,233	2,180	2,172	2,355	3,115	3,582	4,120	4,779	5,543	
(-) COGS	1,683	1,765	1,677	1,750	1,945	2,525	2,718	2,935	3,182	3,456	
Resultado Bruto	8,498	9,204	9,103	9,512	9,879	11,501	12,381	13,373	14,498	15,745	
(-) Gastos de Ventas, Gral y Adm	6,630	6,983	7,074	7,471	7,695	8,836	9,135	9,785	10,431	11,329	
EBITDA	1,869	2,221	2,030	2,041	2,184	2,665	3,246	3,588	4,066	4,416	
(-) Depreciación & Amortización	343	393	424	431	492	549	590	635	686	743	
EBIT	1,526	1,828	1,606	1,610	1,692	2,116	2,657	2,953	3,380	3,673	
EBIT (1-t) = NOPAT	1,059	1,243	1,125	1,161	1,315	1,193	1,974	2,194	2,511	2,729	
(+) Depreciación & Amortización	343	393	424	431	492	549	590	635	686	743	
(-) Capex	461	510	473	525	504	803	700	763	836	912	
(-) Var. Cap de Trabajo	292	289	(602)	(56)	107	-159	145	85	120	87	
FLUJOS DE FONDOS LIBRES	648	837	1,678	1,123	1,195	1,099	1,718	1,981	2,242	2,473	61,320
Tasa de Crecimiento Perpetua											3.40%
Tasa de Descuento WACC (U\$S Nominal)						7.57%	7.57%	7.57%	7.57%	7.57%	7.57%
Período de Descuento (Años)						0.25	1.25	2.25	3.25	4.25	
Factor de Descuento						1.02	1.10	1.18	1.27	1.36	1.36
VALOR PRESENTE DE FFL @ Marzo 2018						1,079	1,568	1,681	1,769	1,814	44,969
VALOR DE LA FIRMA @ Marzo 2018						52,880					
(-) Valor Deuda Financiera						3,185					
(+) Caja y Equivalentes						2,316					
VALOR DEL EQUITY @ Marzo 2018						52,011					

V.2.3 Escenario Pesimista

En este escenario se asume que las variables críticas para la proyección de los flujos tienen un desempeño más pobre que el esperado, sin cumplir con los objetivos establecidos por la compañía y en un contexto de desaceleración de las variables económicas. Este escenario considera:

Ventas Totales

Americas

Estée Lauder es impactada por los cierres de las tiendas en Norteamérica, demorándose el crecimiento anticipado del canal online. En América Latina, la recuperación es más lenta. Se proyecta bajo este escenario un CAGR del 3.6%.

Europa, Oriente Medio y África

Se desacelera el flujo de turismo hacia la región, al tiempo que no se cumplen con las expectativas de ventas en Europa Occidental y países de Oriente Medio. Se considera por lo tanto un CAGR de 5%.

Asia Pacífico

Estée Lauder no logra crecer por arriba del promedio de la industria. Se proyecta en este escenario un crecimiento de las ventas de un CAGR de 8.5% para período proyectado, por el avance de competidores regionales (como Shiseido o AmorePacific) al tener un conocimiento más profundo del mercado.

En suma, se espera para la compañía en este escenario un CAGR en las ventas totales de 5.3% hasta el año 2022.

Margen EBITDA

El Margen EBITDA se mantiene en el 20%. No se cumplen los objetivos de reducción de costos esperados.

Tabla N°17: Proyección Margen EBITDA para Escenario Optimista

2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
18%	20%	19%	18%	18%	19%	20%	20%	20%	20%

Capital de Trabajo

No se verifica una mejora en los días de inventario, los que permanecen en un promedio de 200 días. Por lo tanto, los activos corrientes se calculan al nivel histórico de 29% sobre las ventas. Los pasivos corrientes, como el 25% de los costos de mercaderías vendidas y los gastos operativos.

Al igual que en escenario optimista, no hay cambios con respecto a las metodologías de estimación de los Activos No Corrientes, Amortizaciones y Depreciaciones, Inversiones de Capital y Valor Terminal. Se utilizarán los mismos supuestos que en el escenario base.

Valor de la Firma (Enterprise Value) y Valor del Equity

A partir de los Flujos de Fondos Libres generados con los supuestos del escenario pesimista y luego de descontarlos al WACC, el valor de la firma obtenido es de U\$S 38,980 MM. El valor del equity es de U\$S 38,111 MM, y de la acción U\$S 101.-

Tabla N°18: Valor del Equity / Acción – Escenario Pesimista

Valor del Equity / Acción	
Valor de La Firma (MM)	38,980
Caja y equivalentes (MM)	2,316
Deuda Financiera (MM)	-3,185
Valor del Equity (MM)	38,111
Acciones (MM)	375.7
Valor de la Acción	\$101.44

Escenario Pesimista: Flujos de Fondos Libres, Valor de La Firma y Valor del Equity

The Estée Lauder Companies Inc. U\$S MM	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Valor Terminal
Ventas Totales	10,182	10,969	10,780	11,262	11,824	13,345	14,013	14,745	15,548	16,398	
Americas	4,303	4,572	4,514	4,710	4,819	4,995	5,145	5,325	5,538	5,759	
EMEA	3,758	4,164	4,086	4,380	4,650	5,480	5,754	6,042	6,344	6,661	
Asia Pacífico	2,121	2,233	2,180	2,172	2,355	2,870	3,114	3,379	3,666	3,977	
(-) COGS	1,683	1,765	1,677	1,750	1,945	2,402	2,522	2,654	2,799	2,952	
Resultado Bruto	8,498	9,204	9,103	9,512	9,879	10,943	11,490	12,091	12,749	13,446	
(-) Gastos de Ventas, Gral y Adm	6,630	6,983	7,074	7,471	7,695	8,407	8,688	9,142	9,639	10,167	
EBITDA	1,869	2,221	2,030	2,041	2,184	2,536	2,803	2,949	3,110	3,280	
(-) Depreciación & Amortización	343	393	424	431	492	524	550	578	609	641	
EBIT	1,526	1,828	1,606	1,610	1,692	2,011	2,253	2,371	2,501	2,638	
EBIT (1-t) = NOPAT	1,059	1,243	1,125	1,161	1,315	1,134	1,674	1,762	1,858	1,960	
(+) Depreciación & Amortización	343	393	424	431	492	524	550	578	609	641	
(-) Capex	461	510	473	525	504	683	604	639	678	716	
(-) Var. Cap de Trabajo	292	289	(602)	(56)	107	342	93	66	72	77	
FLUJOS DE FONDOS LIBRES	648	837	1,678	1,123	1,195	633	1,527	1,635	1,716	1,809	44,858
Tasa de Crecimiento Perpetua											3.40%
Tasa de Descuento WACC (U\$S Nominal)						7.57%	7.57%	7.57%	7.57%	7.57%	7.57%
Período de Descuento (Años)						0.25	1.25	2.25	3.25	4.25	
Factor de Descuento						1.02	1.10	1.18	1.27	1.36	1.36
VALOR PRESENTE DE FFL @ Marzo 2018						622	1,394	1,387	1,354	1,327	32,897
VALOR DE LA FIRMA @ Marzo 2018						38,980					
(-) Valor Deuda Financiera						3,185					
(+) Caja y Equivalentes						2,316					
VALOR DEL EQUITY @ Marzo 2018						38,111					

VI. Valuación por Múltiplos

La metodología de Valuación Relativa o por Múltiplos consiste en estimar el valor de un activo en base al valor que el mercado asigna a activos de similares características, y sirve para complementar y enriquecer los valores obtenidos mediante la Valuación por Flujos Descontados. Para realizar esta valuación relativa se necesita:

- Identificar compañías que cotizan en bolsa, estén en la misma industria o segmento de mercado que Estée Lauder (principales competidores listados en los reportes anuales) y posean similares características en términos de retorno, canales de distribución, producción, etc.
- Inferir de los precios de mercado valores estandarizados mediante la creación de múltiplos.
- Comparar los múltiplos de Estée Lauder con los comparables para obtener el valor del activo.

Para seleccionar las empresas comparables, se consideraron aquellas empresas que están presentes en el ámbito internacional y se especializan en el sector de cosmética *premium*: L'Oréal, Shiseido, Coty, Beiersdorf y AmorePacifc. Para compararlas con EL, se consideran las variables Ventas, Margen EBITDA, Margen Operativo y ROIC. El cuadro siguiente muestra el análisis de las variables mencionadas.

Tabla N°20: Compañías Comparables vs Estée Lauder

<u>Compañía</u>	<u>EV/ EBITDA</u>	<u>P/E</u>	<u>Ventas (U\$S MM)</u>	<u>Margen EBITDA</u>	<u>Margen Operativo</u>	<u>ROIC</u>
L'ORÉAL	19.59 x	29.08	31,228	22.4%	16.90%	14.60%
COTY	10.35 x	0.00	9,398	15.4%	1.60%	2.24%
SHISEIDO	18.39 x	36.80	8,921	12.4%	3.80%	3.90%
BDF ●●●● Beiersdorf	17.48 x	33.07	6,960	17.70%	15.4%	12.0%
AMOREPACIFIC	12.75 x	53.32	5,658	16.6%	12.1%	15.6%
Mediana	17.48 x	33.07				
ESTÉE LAUDER	15 x - 19 x	29 x - 37 x	12,769	20.0%	14.3%	16.5%

VI.1 Valuación por EV/EBITDA

El primer múltiplo utilizado es EV/EBITDA, que es el cociente entre el *Enterprise Value* (igual a la suma de la deuda y del equity menos la caja) y el EBITDA. Para lograr una correcta valuación a través de este método, se calculó la mediana de los múltiplos de EV/EBITDA (17.48x) y se estimó un rango que comprende entre 15x y 19x.

El cuadro de más abajo muestra la matriz de sensibilidad para los distintos múltiplos de EV/EBITDA y distintos niveles EBITDA para proceder al cálculo del valor de la acción. Para determinar los niveles de EBITDA se considera un rango de entre U\$S 2,803 MM y U\$S 3,246 MM, correspondientes a los EBITDA estimados para el año 2019 en los escenarios pesimista y optimista respectivamente. Es importante la utilización de un indicador futuro, dado que se alinea con los principios de la valuación (*“el valor de una compañía es igual a el valor presente de los flujos futuros”*). Por otro lado, se ha verificado empíricamente que este tipo de indicadores son predictores más precisos que los que se basan en el pasado.

Tabla N°21: Análisis de Sensibilidad, valor de la firma, múltiplo EV/EBITDA

Análisis de Sensibilidad					
EBITDA 2019 (U\$S MM)	Múltiplo EV / EBITDA				
	15x	16x	17x	18x	19x
2,803	42,045	44,848	47,651	50,454	53,257
2,913	43,695	46,608	49,521	52,434	55,347
3,023	45,345	48,368	51,391	54,414	57,437
3,133	46,995	50,128	53,261	56,394	59,527
3,246	48,690	51,936	55,182	58,428	61,674

De acuerdo con la valuación relativa por este múltiplo, se obtiene un valor de la firma en el rango de los U\$S 42,045 MM a los U\$S 61,674 MM, lo que equivale a un valor de la acción de entre U\$S 110.- y U\$S 162.- luego de obtener el valor del equity tras el descuento de la diferencia entre la caja y la deuda financiera.

Tabla N°22: Análisis de Sensibilidad, precio por acción de Estée Lauder, múltiplo EV/EBITDA

Análisis de Sensibilidad - Precio Acción					
EBITDA 2019 (U\$S MM)	Múltiplo EV / EBITDA				
	15x	16x	17x	18x	19x
2,803	110	117	125	132	139
2,913	114	122	129	137	145
3,023	118	126	134	143	151
3,133	123	131	139	148	156
3,246	127	136	145	153	162

VI.2 Valuación por Price/Earnings

Otro múltiplo muy utilizado por los analistas a fines de realizar este tipo de valuaciones es el P/E⁴⁹. Se calculó la mediana de estos múltiplos en base a las empresas comparables (33.07x) y se estimó un rango para Estée Lauder que comprende entre 29x y 37x.

El cuadro de más abajo muestra la matriz de sensibilidad para los distintos múltiplos de P/E y distintos niveles EPS⁵⁰ para proceder al cálculo del valor de la acción. A efectos de determinar los niveles de EPS probables, se consideraron las proyecciones de la gerencia que se estiman entre U\$S 3.90 y U\$S 4.52 por acción.

Tabla N°23: Análisis de Sensibilidad, precio por acción de Estée Lauder, múltiplo P/E

Análisis de Sensibilidad					
EPS (U\$S)	Múltiplo P/E				
	29x	31x	33x	35x	37x
3.90	113	121	129	137	144
4.06	118	126	134	142	150
4.21	122	131	139	147	156
4.37	127	135	144	153	162
4.52	131	140	149	158	167

De acuerdo con la valuación relativa por este múltiplo, se obtiene un valor de la acción de entre U\$S 113.- y U\$S 167.-, lo que equivale a un valor de la firma en el rango de los U\$S 43,360 MM a los U\$S 63,701 MM.

Tabla N°24: Análisis de Sensibilidad, valor de la firma, múltiplo P/E

Análisis de Sensibilidad					
EPS (U\$S)	Múltiplo P/E				
	29x	31x	33x	35x	37x
3.90	43,360	46,291	49,221	52,152	55,082
4.06	45,049	48,096	51,143	54,190	57,237
4.21	46,738	49,901	53,065	56,228	59,391
4.37	48,426	51,706	54,986	58,266	61,546
4.52	50,115	53,512	56,908	60,304	63,701

⁴⁹ P/E, del inglés Price-to-Earnings, ratio que mide la relación entre el precio de una acción y los beneficios que ésta genera.

⁵⁰ EPS, del inglés Earnings per Share, ratio que mide la rentabilidad por acción.

VII. Conclusiones

Se han obtenido como resultado del presente trabajo diferentes rangos de valuación de acuerdo cada método utilizado.

La valuación por Flujo de Fondos Descontados arrojó un valor de la firma de entre U\$S 38,980 MM y U\$S 52,880 MM en base a los tres escenarios planteados, lo que equivale a un valor de la acción de entre U\$S 101.- y U\$S 138.- Por su parte, la valuación por Múltiplos arroja un valor de la firma de entre U\$S 42,045 MM y U\$S 63,701 MM, con un rango del valor de la acción entre U\$S 110.- y U\$S 167, si se consideran ambos múltiplos EV/EBITDA y P/E.

Gráfico N°34: Rango de valuación de la firma en millones de dólares

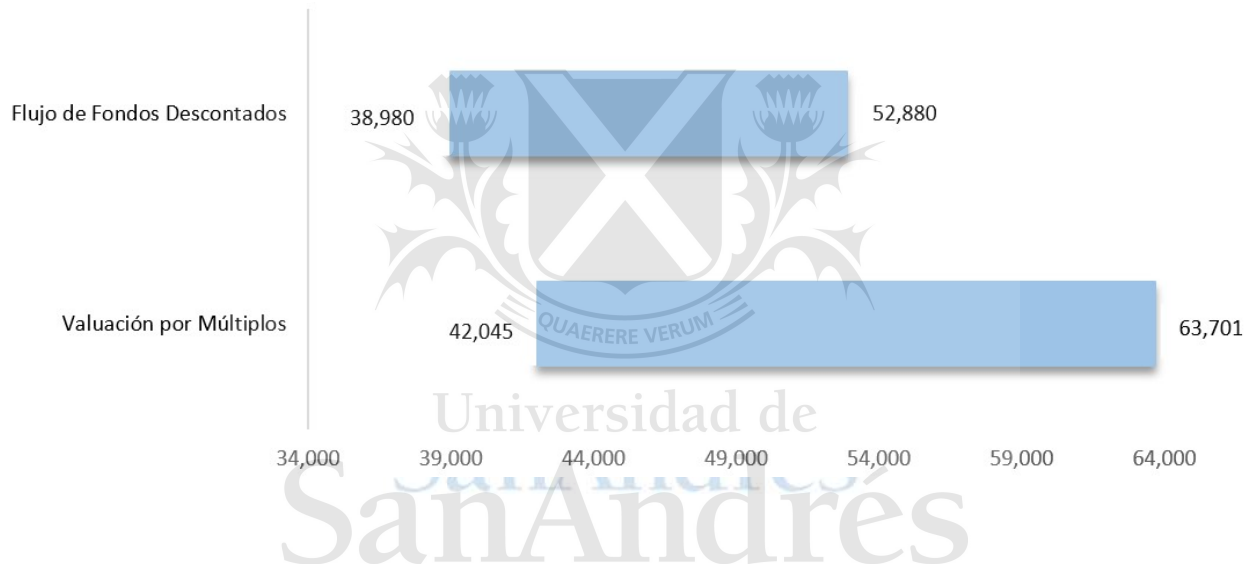
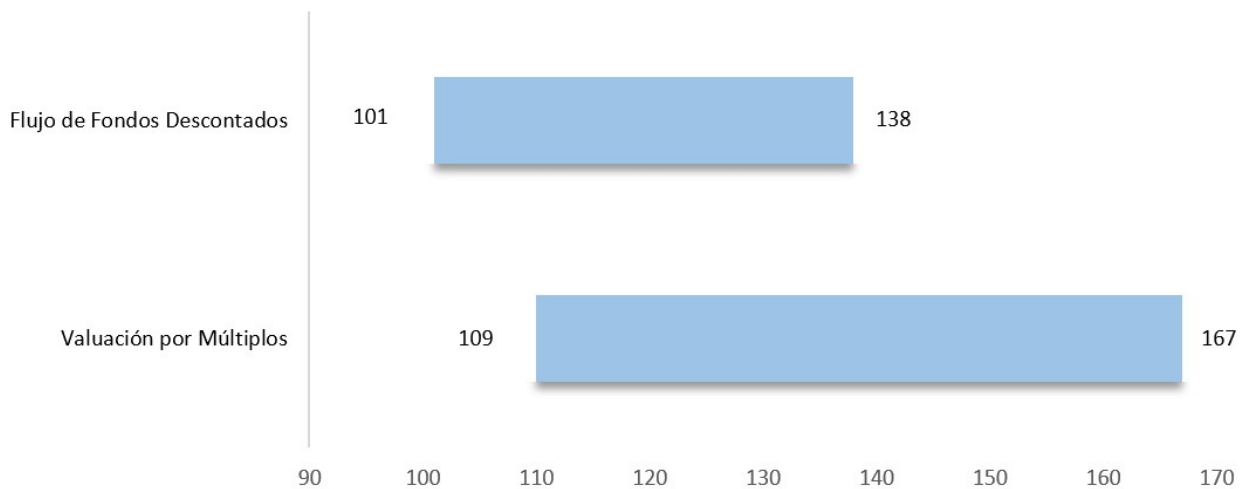


Gráfico N°35: Rango de valuación de la acción en dólares



Siguiendo a Damodaran, generalmente los diferentes métodos de valuación resultan en estimaciones de valor diferentes para una misma firma y fecha de valuación, pudiendo incluso suceder que un método concluya que la acción de encuentra sobre-valorada y el otro sub-valorada. Estas variaciones se deben fundamentalmente a la visión que cada uno de ellos tiene del mercado y su eficiencia: el método DCF asume que existen errores en los mercados y que estos se corrigen a lo largo del tiempo, mientras que los métodos de valuación relativa asumen que existe una estimación razonable y justa de los precios, en promedio, en un sector o mercado en general.⁵¹

El precio de cotización de la acción de EL en la Bolsa de Nueva York al 29/03/2018 asciende a U\$S 148.- , indicando que de acuerdo a la valuación fundamental, las acciones podrían haber estado algo sobre-valoradas. Este precio no obstante, se encuentra dentro del rango de valuación obtenido mediante el uso de múltiplos comparables.



⁵¹ Aswath Damodaran: "Damodaran on Valuation". John Wiley & Sons, 2006, Capítulo 7

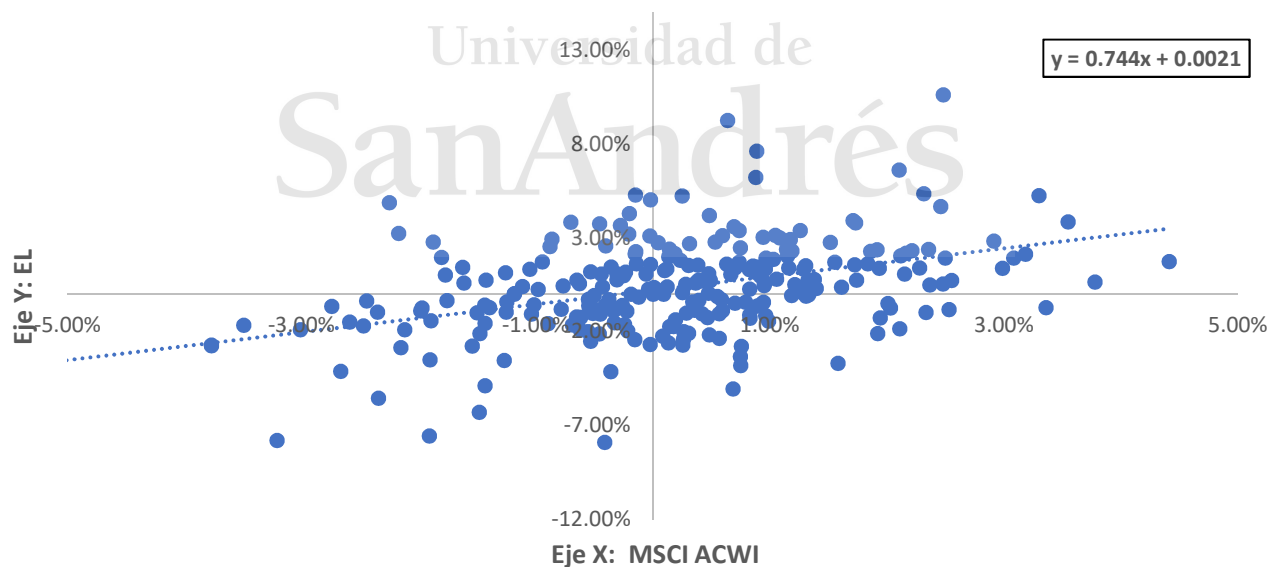
VIII. Apéndice I: Cálculo de Beta. Índice MSCI

Dado que más del 60% de los ingresos de Estée Lauder provienen de fuera de los Estados Unidos, y se espera que este porcentaje de participación continúe en aumento, se realiza el cálculo de Beta mediante la regresión entre los retornos semanales de la compañía y los del índice MSCI ACWI⁵², por cinco años entre el 1 de enero 2013 y el 1 de enero 2018.

Éste índice captura las condiciones de las diferentes regiones del mundo, sectores y tamaños. En su elaboración participan 23 mercados desarrollados y 24 mercados emergentes. Si bien los primeros tienen un peso superior al 70% (acciones de Estados Unidos, Japón, Reino Unido, Francia, entre otros), el índice incluye acciones de China, Brasil, Rusia, Emiratos Árabes, India y otros, países donde se espera que Estée Lauder crezca en los próximos años. Otro aspecto por mencionar es que este índice captura las principales empresas participantes del mercado de belleza a nivel global (P&G, Unilever, L’Oreal, Colgate-Palmolive, Kao Corporation, Estée Lauder, Beiersdorf, Shiseido, Henkel, Amore Pacific, Coty y Natura), independientemente del mercado donde cada una cotice. Por lo tanto, corresponde en este apartado realizar la aclaración metodológica del índice seleccionado para el cálculo de Beta en el presente trabajo.

El resultado de la regresión arroja un Beta de **0.744**. Dada la similitud de este resultado con el obtenido utilizando el índice S&P para el mismo período (0.794), se ha optado por utilizar este último para el cálculo del costo de capital. El índice MSCI no dispone con el historial de retornos suficiente para poder estimar la prima de riesgo de mercado aplicable, ya que sólo se calcula desde el año 2000.

Gráfico N°36: Cálculo de Beta (β) de Estée Lauder (MSCI)



⁵² Morgan Stanley Capital International All Country World Index.

IX. Apéndice II: Resumen de escenarios utilizados en la Valuación

- **Participación de Mercado – Evolución**

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Base	13.0%	13.2%	13.4%	13.6%	13.8%
Optimista	13.3%	13.5%	13.9%	14.2%	14.7%
Pesimista	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%

- **Margen EBITDA – Evolución**

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Base	19%	21%	22%	22%	23%
Optimista	19%	22%	22%	23%	23%
Pesimista	19%	20%	20%	20%	20%

- **Otras Variables**

	CAGR Ventas	Activo Cte / Ventas	Pasivo Cte / CMV y Gastos Operativos	PP&E / Ventas	Depreciaciones / PP&E	CAGR Activos Intangibles	Amortización / Activos Intangibles	CAPEX
Base	7.2%	27%						Variación
Optimista	8.2%	25%	25%	14%	26%	3%	10%	PP&E +
Pesimista	5.3%	29%						Depreciación

X. Anexo I: Estado de Situación Patrimonial (2013-2017)

ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL (Millones de U\$S)	2013	2014	2015	2016	2017
Caja y equivalentes	1,496	1,629	1,525	1,383	1,741
Cuentas a Cobrar	1,172	1,379	1,175	1,258	1,395
Inventarios	1,114	1,294	1,216	1,263	1,479
Otros Activos Corrientes	515	523	268	320	349
Activo Corriente	4,297	4,825	4,184	4,224	4,964
-	-	-	-	-	-
PP&E Neto	1,351	1,503	1,490	1,583	1,671
Goodwill	882	893	1,145	1,228	1,916
Otros Intangibles	170	157	327	345	1,327
Inversiones a Largo Plazo	-	14	420	1,108	1,026
Otros Activos No Corrientes	445	477	661	735	664
Activo No Corriente	2,848	3,044	4,043	4,999	6,604
TOTAL ACTIVO	7,145	7,869	8,227	9,223	11,568
Cuentas a Pagar	482	525	635	717	835
Gastos Acumulados	1,344	1,400	1,465	1,607	1,750
Deuda Corto Plazo	18	18	30	332	189
Otros Pasivos Corrientes	90	114	-	25	49
Pasivo Corriente	1,934	2,057	2,130	2,681	2,823
Deuda Largo Plazo	1,326	1,325	1,595	1,910	3,383
Otros Pasivos No Corrientes	598	633	859	1,060	978
TOTAL PASIVO	3,858	4,015	4,584	5,651	7,184
Acciones Ordinarias	6	6	6	6	6
Pago Adicional en Capital	2,290	2,563	2,872	3,161	3,559
Resultados Acumulados	5,364	6,266	7,004	7,693	8,452
Otras Pérdidas Acumuladas	158	102	382	545	484
Acciones del Tesoro	4,215	4,879	5,857	6,743	7,149
TOTAL PATRIMONIO NETO	3,287	3,854	3,643	3,572	4,384
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO NETO	7,145	7,869	8,227	9,223	11,568

XI. Anexo II: Estado de Resultados (2013-2017)

ESTADO DE RESULTADOS (Millones de U\$S)	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas Totales	10,182	10,969	10,780	11,262	11,824
Costo de Mercadería Vendida (COGS)	1,683	1,765	1,677	1,750	1,945
Resultado Bruto	8,498	9,204	9,103	9,512	9,879
Gastos Generales y Administrativos	6,629	6,983	6,895	7,280	7,516
Investigación y Desarrollo	-	-	178	191	179
EBITDA	1,869	2,221	2,030	2,041	2,184
Depreciación	330	381	410	415	457
Amortización	13	12	14	16	35
EBIT	1,526	1,828	1,606	1,610	1,692
Intereses Perdidos	74	51	60	71	103
Intereses Ganados	23	0	14	16	28
EBT	1,475	1,777	1,560	1,555	1,617
Impuesto a las Ganancias	451	568	467	434	361
Interés Minoritario	4	5	5	6	7
RESULTADO NETO	1,020	1,204	1,088	1,115	1,249
Resultado Neto por Acción					
Básico	2.63	3.12	2.87	3.01	3.40
Diluido	2.58	3.06	2.82	2.96	3.35
Prom POND Acciones en circulación					
Básico	388	386	379	370	367
Diluido	395	393	386	377	373
Div. en efectivo por acción ordinaria	\$ 1.08	\$ 0.78	\$ 0.92	\$ 1.14	\$ 1.32

XII. Referencias Bibliográficas

Libros

- Tim Koller, Marc Goedhart, and David Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2010).
- Eugene Brigham, and Joel Houston, *Fundamentals of Financial Management* (Ohio: South-Western, 2004).
- Aswath Damodaran, *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2006)
- Duff & Phelps, *2017 Valuation Handbook: International Industry Cost of Capital* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2017)

Documentos, Informes y Archivos

- Estée Lauder Cos., Inc 2017, 2016 and 2015 Securities and Exchange Commission (SEC) 10-K
- Estée Lauder Cos., Inc Presentation at Deutsche Bank Global Consumer Conference, 13-Jun-2017
- Estée Lauder Cos., Inc (EL), Q3 2018 Earnings Call, 02- May- 2018, FactSet Call Street, LLC
- Shades for success, Influence in the beauty market, Deloitte LLP, 2017

Sitios Web

- Thompson Reuters Eikon <https://eikon.thomsonreuters.com>
- MSCI <https://www.msci.com>
- Statista <https://www.statista.com>
- Bloomberg <https://www.bloomberg.com>
- Yahoo Finance <https://finance.yahoo.com>
- Allied Market Research <https://www.alliedmarketresearch.com>
- Forbes <https://www.forbes.com>
- MorningStar <https://www.morningstar.com>
- Mordor Intelligence <https://www.mordorintelligence.com>
- Estée Lauder <https://www.esteelauder.com>
- L'Oréal <https://www.loreal-finance.com>