



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Maestría en Finanzas

## **Valuación de Kimberly – Clark Corp.**

Autor: Halloy, Julieta

DNI: 31.842.819

Director: Warnes, Ignacio

Buenos Aires, Noviembre 2018

## INDICE

1. Resumen Ejecutivo .....	2
2. Descripción del Negocio y Análisis de Mercado .....	3
2.1. Kimberly – Clark: Breve Historia .....	3
2.2. La empresa y el mercado .....	5
2.2.1. Análisis por Segmento .....	9
2.2.2. Análisis por Zona Geográfica .....	12
2.2.3. Análisis del mercado .....	14
2.2.3.1. Cuidado Personal .....	19
2.2.3.2. Papel Tissue .....	22
2.2.3.3. Productos para uso Profesional .....	25
3. Análisis Financiero .....	26
4. Análisis de Ratios .....	42
5. Valuación por Flujo de Fondos Descontado .....	45
6. Valuación Por Múltiplos .....	58
7. Anexo .....	60
8. Bibliografía .....	64

## 1. Resumen Ejecutivo

El presente trabajo tiene como objeto presentar una estimación del valor accionario de Kimberly – Clark Corp., una empresa dedicada a la higiene y cuidado personal desde hace casi 150 años, para así concluir si la valuación de mercado es correcta. En primer lugar, se presenta un análisis de la empresa como así también del mercado teniendo en cuenta los principales competidores/pares del sector, y su posicionamiento en el mismo en base a los datos históricos y a las proyecciones publicadas. Posteriormente se realiza la valuación tomando como referencia la información publicada al 31 de Diciembre 2017, a través de dos principales metodologías: Flujo de Fondos Descuento y Valuación por Múltiplos.



Universidad de  
SanAndrés

## 2. Descripción del negocio y Análisis de Mercado

### 2.1. Kimberly – Clark: Breve Historia

Kimberly – Clark (“KMB”) fue fundada en 1872 por John Kimberly, Charles Clark, Frank Shattuck y Havilah Babcock, en Neenah, Wisconsin. Desde sus comienzos fue líder mundial en productos descartables e innovadores para la higiene y el cuidado personal<sup>1</sup>.

En 1890, el papel higiénico Scott se convierte en su principal producto. A lo largo de los años continúa expandiéndose, colaborando en el desarrollo de las toallas femeninas y pañuelos desmaquillantes. En 1955, con la llegada de la televisión, Kimberly – Clark fue la primera compañía en lanzar por televisión nacional una publicidad de papel higiénico, logrando una vez más revolucionar el mercado con una innovadora estrategia de marketing. En 1929 comenzó a cotizar en la bolsa de Estados Unidos<sup>2</sup> (NYSE) bajo el ticker de KMB, y paga ininterrumpidamente dividendos cuatrimestralmente desde 1935. Tal es así que forma parte de la lista de los “Dividendos Aristocráticos” formada por empresas en el índice S&P 500 que aumentaron sus dividendos año tras año en los últimos 25 años.

En 1978 se crean los pañales Huggies que, gracias a la calidad y capacidad de absorción, se convirtió en la marca número uno en los EEUU<sup>3</sup>. Diez años más tarde Kimberly – Clark introduce productos de incontinencia en el mercado, para luego innovar con pañales tipo “bombachitas” o “pull-ups” y pañales para el agua.

---

<sup>1</sup> Sitio Oficial Kimberly – Clark Argentina, <http://www.kimberly-clark.com.ar/conocenos.asp> (último acceso Agosto 2018)

<sup>2</sup> Sitio sobre la historia de Kimberly – Clark, <https://kimberlyclarkneenah.weebly.com/timeline.html> (último acceso Agosto 2018)

<sup>3</sup> Sitio Oficial Kimberly – Clark Argentina, <http://www.kimberly-clark.com.ar/conocenos.asp> (último acceso Agosto 2018)

El 31 de Octubre de 2014, Kimberly – Clark completó el spin-off<sup>4</sup> del segmento de cuidado para la salud para convertirlo en una compañía independiente y pública llamada Halyard Health, Inc y dedicada principalmente a la venta de:

- Productos para uso quirúrgico y prevención de infección durante las cirugías,
- Productos para uso médico enfocados en el manejo del dolor y enfermedades respiratorias y digestivas.

En lo que respecta a las acciones, se repartió el 100% de las acciones ordinarias de la nueva compañía a los tenedores de KMB, recibiendo 1 acción de Halyard por cada 8 de KMB. La reestructuración se hizo de tal manera que bajo ley estadounidense se consideró libre de impuestos a los accionistas. También aclaran que Kimberly – Clark no mantiene ninguna acción de esta nueva empresa.

A pesar de ser un segmento chico con una participación anual del 7% (USD 1,6 mil millones) sobre el total de ingresos, a partir de los estados contables de 2012 se presentan los resultados por este segmento bajo la categoría de operaciones discontinuadas, y por lo tanto las ventas consolidadas se vieron levemente afectadas.

La empresa actualmente se divide en tres segmentos según las líneas de productos: Cuidado Personal, Papel Tissue, y K–C Profesional. Hoy cuenta con más de 40.000 empleados alrededor del mundo, con producción en 38 países y presencia en más de 175 países.<sup>5</sup> En 2017 las ventas anuales fueron de USD 18.259 millones y su EBIT (Ingresos Antes de Intereses e Impuestos) superaron los USD 3.200 millones<sup>6</sup>.

---

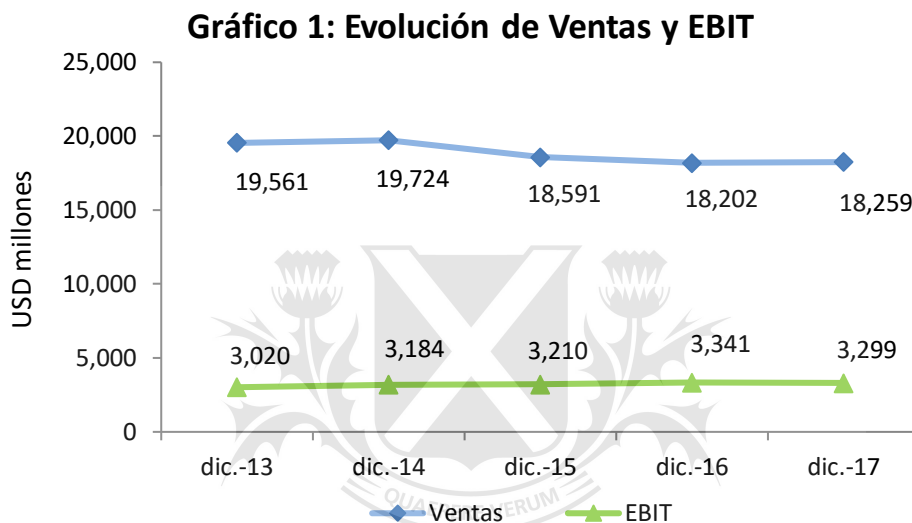
<sup>4</sup> Un Spin-off se refiere a cuando una empresa, en este caso Kimberly – Clark, separa una rama de su actividad para formar una empresa nueva, separada de la original y que cuenta con su propia administración. Los accionistas reciben acciones de la nueva compañía en la misma proporción que de la compañía pre-existente.

<sup>5</sup> Sitio Oficial Kimberly – Clark Argentina, <http://www.kimberly-clark.com.ar/conocenos.asp> (último acceso Agosto 2018)

<sup>6</sup> Véase Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report. 8 de Febrero de 2018.

## 2.2. La empresa y el Mercado

En el gráfico siguiente se presenta la evolución de las ventas anuales y el EBIT los últimos 5 años. Como se observa, desde 2015 las ventas están disminuyendo, resultando en una tasa de crecimiento (o decrecimiento) promedio anual (TCAC o CAGR por sus siglas en inglés) de -1,37%<sup>7</sup>.



Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

Condiciones macroeconómicas desfavorables en algunos países, mayores costos de producción y logística, un mercado global más competitivo, y un consumidor más consciente respecto al impacto ambiental de los productos, son algunos factores que están generando un menor margen de ganancia. Esto es algo que no sólo afecta a Kimberly – Clark, sino a toda la industria de productos del hogar. Como consecuencia, las empresas del sector se vieron obligadas a subir los precios de ventas y lanzar mayores promociones, pero la alta competitividad no permite trasladar completamente los altos costos al consumidor. La inversión en innovación y desarrollo tecnológico es clave para lograr diferenciarse y obtener mayores ganancias.

<sup>7</sup> Véase Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report. 8 de Febrero de 2018.

Otra estrategia utilizada por Kimberly – Clark es una política de reducción de costos llamado FORCE (“Fuerza para reducir costos en todos lados”, por sus siglas en inglés). En Octubre de 2014 se dio inicio a un plan de reestructuración, que involucraba el despido de entre 1.000 y 1.300 empleados y re direccionar las inversiones en aquellos segmentos con más perspectiva de crecimiento para mejorar la eficiencia de la empresa y reducir los costos resultantes por el spin-off del segmento de cuidado para la salud. Este programa finalizó el 31 de Diciembre de 2016.

El 23 de enero de 2018 lanzó un nuevo programa llamado “Plan de Reestructuración Global”<sup>8</sup> que va a impactar todos los segmentos y a las principales geografías donde está presente con el objetivo de reducir costos estructurales hacia 2020. Planean invertir entre USD 1,7 y USD 1,9 mil millones para hacer más eficientes las líneas de producción como así también reducir los gastos generales y administrativos. Van a cerrar alrededor de 10 plantas de producción y expandir la producción en otras. También van discontinuar aquellos productos que le reportan menos del 1% de las ventas (en particular en el segmento de Papel Tissue). El impacto estimado va a ser una reducción de entre 5000 y 5500 puestos de trabajo. Con todo esto esperan bajar los costos anuales hacia fines de 2021 de entre USD 500 y USD 550 millones.

Por otro lado, el 22 de Diciembre de 2017 Estados Unidos lanzo una política de reducción de impuestos llamada “Tax Cuts and Jobs Act” (o “Tax Act”). De acuerdo a lo reportado, si bien va a ser beneficioso para Kimberly – Clark, su implementación implica incurrir en gastos adicionales que impactaron negativamente los resultados de 2017.

Al 31 de Diciembre de 2017 KMB tenía 378,6 millones de acciones emitidas ordinarias. Además cuentan con autorización para emitir 20 millones de acciones preferidas.<sup>9</sup> Como

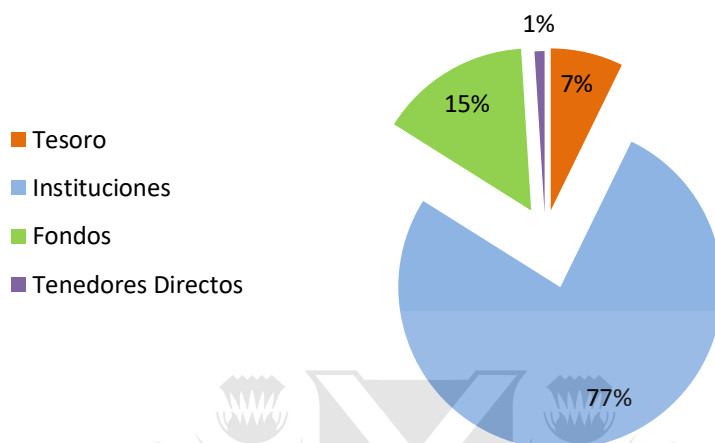
---

<sup>8</sup> Véase Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report. 8 de Febrero de 2018.

<sup>9</sup> Véase Kimeberly – Clark Corporation, 2017 10-K. 8 de Febrero de 2018

parte de su estrategia la empresa lleva a cabo un plan de recompra de acciones, previamente aprobado por el Comité de Directores<sup>10</sup>.

**Gráfico 2: Tenedores de KMB**



Fuente: Elaboración propia en base a información publicada en Yahoo Finance<sup>11</sup>

Sólo en 2017 se recompraron a través del mercado abierto 7,2 millones de acciones ordinarias por un costo de USD 900 millones. Es decir que del total de acciones mencionado anteriormente, 27,5 millones de acciones fueron recompradas y permanecen actualmente en el Tesoro.

De las restantes el 77% está en manos de instituciones y aproximadamente un 15% en fondos (En el Cuadro 1 se presenta el detalle de los principales propietarios accionarios).

<sup>10</sup> De acuerdo a lo informado en el reporte anual de 2014 (Sitio Oficial de Kimberly – Clark, <https://www.kimberly-clark.com/en-us/investors/annual-reports>), en Enero 2011 se autorizó la recompra de 50 millones por un monto tal que no supere los USD 5 mil millones (llamado “2011 Program”). Siguiendo esta línea, en Noviembre 2014 el Comité de Directores autorizó la compra de 40 millones de acciones ordinarias (adicionales a las autorizadas en 2011) por un monto máximo de USD 5 mil millones.

<sup>11</sup> Yahoo Finance, <https://finance.yahoo.com/quote/KMB/holders?p=KMB> (último acceso 12/08/2018)



Según lo mencionado en el reporte anual de 2017 el plan para 2018 es, dependiendo de las condiciones de mercado, recomprar acciones por un total de entre USD 700 y USD 900 millones.

### Cuadro 1: Principales propietarios accionarios

Instituciones	Cant. Acciones (en miles)	%Tenencia	Fecha Reportada
Blackrock Inc	25.795,33	7,35%	30/12/2017
Vanguard Group, Inc. (The)	25.263,14	7,20%	30/12/2017
State Street Corporation	17.777,24	5,06%	30/12/2017
Capital Research Global Investors	10.165,22	2,90%	30/12/2017
Price (T.Rowe) Associates Inc	9.599,55	2,73%	30/12/2017

Instituciones	Cant. Acciones (en miles)	%Tenencia	Fecha Reportada
Vanguard Total Stock Market Index Fund	8.178,35	2,33%	29/06/2017
Vanguard 500 Index Fund	5.624,15	1,60%	29/06/2017
SPDR S&P 500 ETF Trust	4.501,62	1,28%	30/01/2018
American Mutual Fund Inc.	4.115,50	1,17%	30/12/2017
Vanguard Institutional Index Fund	3.895,94	1,11%	29/06/2017

Fuente: Elaboración propia en base a información publicada en  
Yahoo Finance

En cuanto a la emisión de nueva deuda, Kimberly – Clark emite periódicamente deuda de largo plazo en el mercado, y la utiliza con fines corporativos como ser el pago de deuda emitida previamente o el pago de bonos de corto plazo. La emisión de deuda de corto plazo es más variable y es utilizada de soporte para fondear las operaciones. Es decir que depende del flujo de fondos como así también la necesidad de fondos para el pago de pensiones, dividendos, entre otros. Al 31 de Diciembre de 2017 el total de deuda emitida era USD 7,4 mil millones (USD 200 millones menos que en 2016).

### 2.2.1. Análisis por Segmento

La empresa está dividida en 3 principales segmentos<sup>12</sup>:

- Cuidado Personal, ofrece una amplia variedad de productos y soluciones innovadoras que prometen al usuario confianza, protección y discreción en su uso. Dentro de esta categoría se ubican los pañales desechables, los baby-pants, pañales de agua, toallitas húmedas, y productos femeninos y de incontinencia. Las principales marcas en este segmento son Huggies, Little Swimmers, Pull-Ups, Kotex, Plenitud, Poise, etc.
- Papel Tissue<sup>13</sup>, incluye productos de papel para uso facial y en el baño (pañuelos y papel higiénico), toallas y servilletas de papel, bajo las marcas de Kleenex, Scott, Cottonelle, entre otras.
- K-C Profesional (o “KCP”) es la línea utilizada por las empresas en la que se ofrecen productos como pañuelos, toallas, dispensadores de jabón y alcohol en gel, entre otros. Algunas de las marcas en este segmento son Kleenex, Scott, WypeAll, Kimtech, etc.

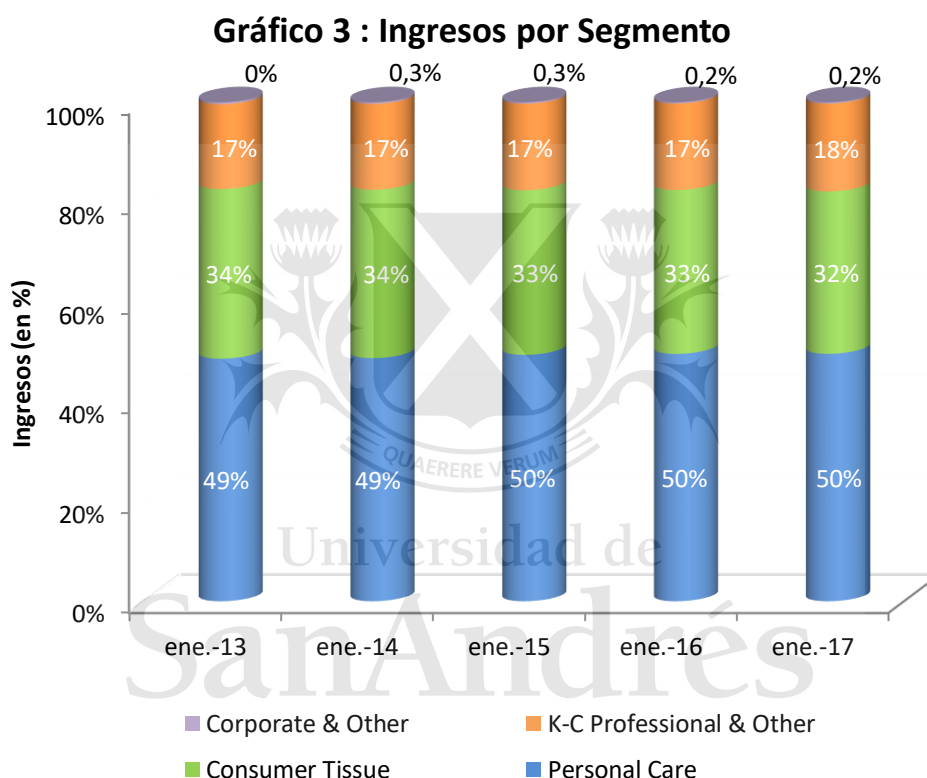


Dentro de los dos primeros segmentos, Kimberly-Clark Corp. cuenta con 29 marcas en el mercado. Además tiene 6 marcas adicionales que ofrece en el segmento Profesional.

<sup>12</sup> Véase Kimberly – Clark Corporation, 2017 10-K. 8 de Febrero de 2018

<sup>13</sup> Se denomina Papel Tissue a un tipo de papel hecho de fibras (mezcladas o puras) de celulosa con ciertas características de suavidad y elasticidad que lo hacen óptimo para el uso doméstico y sanitario. En general es un papel fino y se presenta en varias capas para una mayor absorción.

En el reporte anual hace adicionalmente una distinción de un cuarto segmento llamado “Corporativo & Otros”, el cual representa el 0,23% de los ingresos totales a Diciembre 2017. Kimberly – Clark cuenta con un portal on-line de venta exclusiva al personal a un precio menor, y el ingreso generado por esa vía es lo que se incluye en este segmento. Dada su baja participación en los resultados, en el resto de este trabajo nos vamos a focalizar en los otros 3 segmentos.

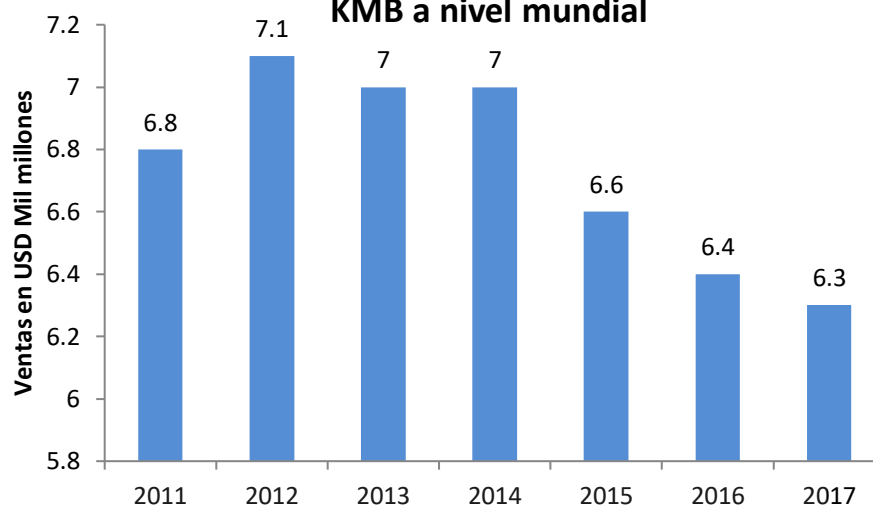


*Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report*

Tal como se observa en el Gráfico 3, a lo largo de los últimos años cada segmento mantiene su proporción sobre los resultados totales.

Dentro del segmento de Cuidado Personal, que representa el 50% del total de ventas, los productos relacionados al cuidado del bebé (pañales en sus distintas presentaciones y toallitas húmedas) son una gran parte de los ingresos por ventas.

**Gráfico 4: Ventas consolidadas de pañales de KMB a nivel mundial**



*Fuente: Elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online  
– Tissue & Hygiene Paper – Consumer Markets*

Como se observa en el gráfico, en 2017 del total de ventas reportadas (USD 9,1 mil millones para este segmento) USD 6,3 mil millones corresponde a pañales y productos para el cuidado de bebés, es decir representa el 69%. La disminución de ventas que se evidencia desde 2015 está relacionada a la disminución de ventas totales como se mencionó en la sección 2.2.

Estos segmentos se confeccionaron siguiendo la línea de las estrategias globales establecidas por la empresa, que incluyen plan de crecimiento, posicionamiento del producto, inversión y desarrollo de tecnologías, programas de investigación, y reducción de costos.

Todos los productos de uso doméstico se comercializan en supermercados, farmacias, despensas y demás tiendas de retail, como así también a través de distribuidores o tiendas on-line. Los productos de Kimberly – Clark profesional, se venden directamente a través de distribuidores a las diferentes oficinas, edificios, instituciones públicas, etc.

### 2.2.2. Análisis por Zona Geográfica

Kimberly – Clark cuenta con un total de 93 oficinas y plantas de producción en 38 países alrededor del mundo.

**Cuadro 2: Distribución Geográfica**

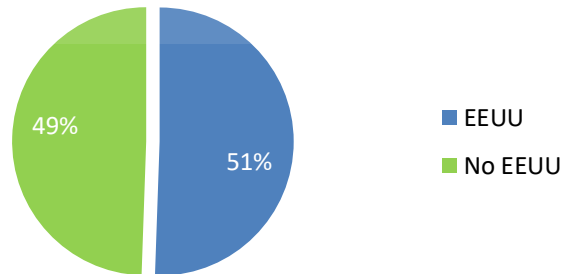
Área Geográfica	Instalaciones
Estados Unidos (presente en 16 Estados)	32
Fuera de Estados Unidos	61
<b>Total (38 Países)</b>	<b>93</b>

*Fuente: Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report*

Dada su estructura mayormente centrada en EEUU, KMB presenta sus resultados dividido en dos áreas geográficas principales:

- Estados Unidos, y
- Fuera de Estados Unidos

**Gráfico 5 : Proporción de Ventas por Área Geográfica para 2017**

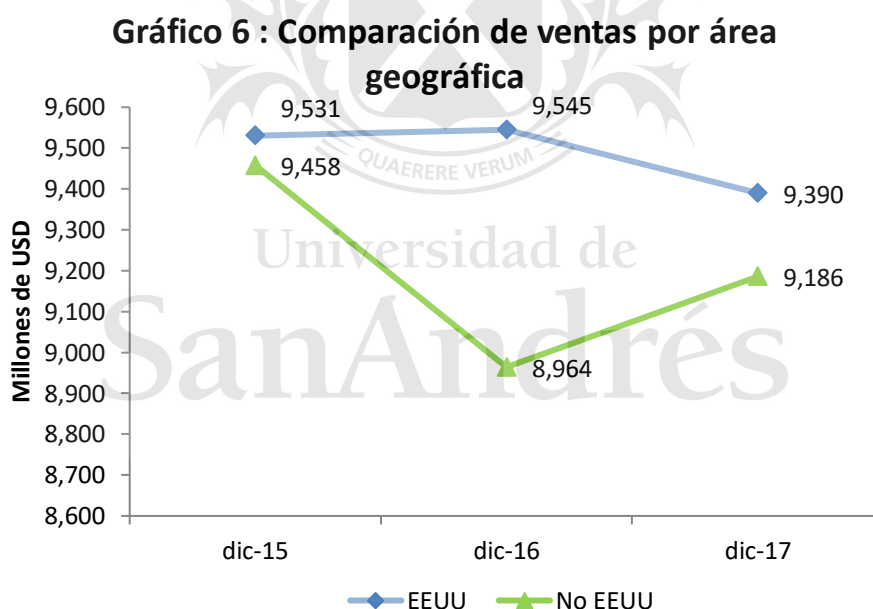


*Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report*

Como se ve en el gráfico, EEUU representa el 51% de las ventas totales de Kimberly – Clark. Si comparamos la evolución de las ventas por área geográfica de los últimos 3 años, vemos que la proporción se mantuvo siempre entre el 50% y 52%.

Desde principios de 2015<sup>14</sup> dentro del área geográfica “fuera de EEUU” se subdividen los siguientes dos grupos:

- Países desarrollados, dentro de los cuales consideran a Europa Occidental y Central, Australia y Corea del Sur.
- Países emergentes o en vías de desarrollo: Europa Oriental, Medio Oriente, África, América Latina y Asia (excluyendo Corea del Sur, que se menciona en el punto anterior).



Fuente: *Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report*

Los valores venta dentro de EEUU son bastante estables (con una disminución en 2017 del 1,6%), pero si analizamos las ventas fuera de EEUU vemos una mayor fluctuación año a

<sup>14</sup> Previo a 2015 KMB dividía el sector “Fuera de EEUU” en dos grupos: K – C Internacional, y Europa. Véase Kimeberly – Clark Corporation, 2015 10-K. 8 de Febrero de 2015

año. Uno de los principales factores es el movimiento del tipo de cambio en los países en los que está presente KMB. En la sección 3. Análisis Financiero se hará un análisis más detallado de esta situación.

### *2.2.3. Análisis de Mercado*

Para poder realizar una comparación con el mercado nos basamos en la clasificación del GICS<sup>15</sup> por lo que primero debemos identificar a qué sector y a qué industria<sup>16</sup> pertenece Kimberly – Clark.

El cuadro 3 resume la estructura del GICS para el sector de Productos de Primera Necesidad dentro del cual se ubica KMB, y da los principales lineamientos de las Industrias consideradas. En nuestro caso, vamos a centrarnos para el análisis de mercado en la Industria de Productos domésticos y personales.

Este sector se caracteriza por agrupar empresas cuyas operaciones no son tan sensibles a los ciclos económicos. Sin embargo, los analistas señalan que estamos en una etapa en la que está surgiendo un nuevo modelo de negocio, tanto a nivel de los consumidores como de las empresas.

Para poder mantenerse competitivas, las compañías deben trabajar e invertir recursos y dinero en transformarse. En este sentido, uno de los principales desafíos de KMB se relaciona a las ventas por internet, en especial para hacerle frente a Amazon. Si bien Amazon comenzó como una plataforma de venta de libros, en los últimos años se expandió abarcando de a poco distintos rubros logrando captar actualmente casi el 50% de las ventas por internet de EEUU. Amazon propone un modelo en el que permite a los usuarios acceder a una amplia variedad de productos, desde la comodidad de su hogar y a

---

<sup>15</sup> GICS (Global Industry Classification Standard) es una clasificación desarrollada en 1999 por MSCI y S&P donde distingue 11 sectores y 24 grupos de industrias (las cuales se dividen en 68 industrias y 157 sub-industrias).

<sup>16</sup> Cuando se habla de “Sector” se hace referencia a todas aquellas empresas que se ubican dentro de la misma o similar industria, y por “Industria” se refiere a aquellas compañías con las que se comparte un modelo de negocio similar.



tan sólo un “click” de distancia. La velocidad de entrega también es un punto a favor, la cuenta premium garantiza contar con el pedido en menos de 48hs.

**Cuadro 3: Estructura del Sector según la GICS**

Sector	Grupo de industrias	Industria	Rama industrial
Productos de Primera Necesidad	Venta de Alimentos y Productos de Primera Necesidad	Venta de Alimentos y Productos de Primera Necesidad	Venta de Medicamentos Propietarios y operadores de farmacias y establecimientos dedicados principalmente a la venta de medicamentos.
			Distribución de Alimentos Distribuidores de alimentos a otras empresas (no a consumidores particulares).
			Venta de Alimentos Propietarios y operadores de establecimientos dedicados principalmente a la venta de
	Alimentos, Bebidas y Tabaco	Bebidas	Producción de Cerveza Empresas dedicadas a la producción de cerveza y licores de malta. Se incluyen las fábricas de cerveza no clasificadas en la rama industrial Restaurantes.
			Destiladores y Vinateros Destiladores, vinateros y productores de bebidas alcohólicas no clasificados en la rama industrial Producción de Cerveza.
			Producción de Bebidas no Alcohólicas Empresas dedicadas a la producción de bebidas no alcohólicas, incluyendo el agua mineral. Se excluyen los productores de leche, clasificados en la rama industrial Alimentos Envasados.
		Alimentos	Productos Agrícolas Empresas dedicadas a la producción agrícola. Se incluyen propietarios de tierras de cultivo y plantaciones, y empresas que producen y procesan alimentos, pero no los envasan ni comercializan. Se excluyen las empresas clasificadas en la rama Productos Madereros y aquellas dedicadas a envasar y comercializar alimentos, clasificadas en la rama Alimentos y Carnes Envasados.
			Alimentos y Carnes Envasados Empresas dedicadas a la producción de alimentos envasados como productos lácteos, zumos de frutas, carnes y productos avícolas, pescado y comida para animales.
		Tabaco	Tabaco Empresas dedicadas a la producción de cigarrillos y otros productos relacionados.
		Productos Domésticos y Personales	Productos Domésticos Empresas dedicadas a la producción de artículos domésticos no duraderos, como detergentes, jabones, pañales y otros productos domésticos de papel, como pañuelos, no clasificados en la rama Productos Papeleros.
Productos Personales Empresas dedicadas a la producción de artículos personales y de belleza, como cosméticos y perfumes.			

Fuente: Página oficial de MSCI<sup>17</sup>

Esta industria engloba a todos aquellos productos de consumo dedicados al cuidado e higiene personal, como ser los relacionados a los siguientes rubros: cuidado de la piel y del cabello, higiene oral, higiene personal, desodorantes, perfumes y fragancias, y cosméticos.

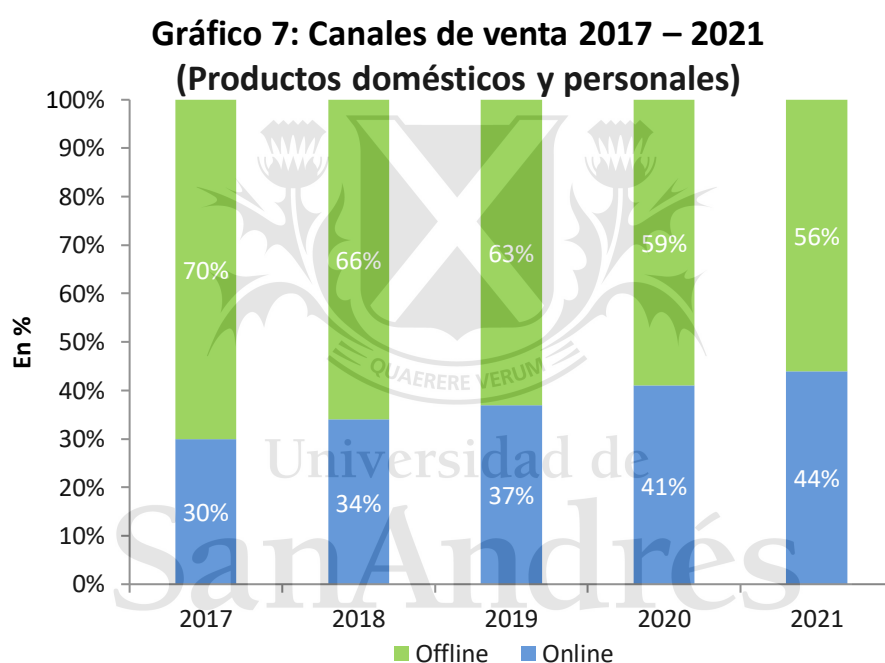
A nivel mundial se espera que este sector crezca un 2,2% anualmente (TCAC 2018-2021)<sup>18</sup>, especialmente en Rusia, India y China donde la población sigue creciendo y los hábitos de

<sup>17</sup> Sitio Oficial MSCI, <https://www.msci.com/gics> (último acceso Agosto 2018)



consumo de las nuevas generaciones está muy orientado al cuidado personal. En lo que respecta a EEUU y Europa, también se espera un crecimiento de ventas relacionadas a productos innovadores y como resultado de ofertas promocionales y publicidad. Los rubros en los que se espera tener un mayor crecimiento per cápita son higiene personal, cuidado de la piel y cosméticos.

Como se mencionó al comienzo de esta sección, la proyección de los analistas muestra una tendencia de los consumidores a volcarse al canal online en los próximos años.

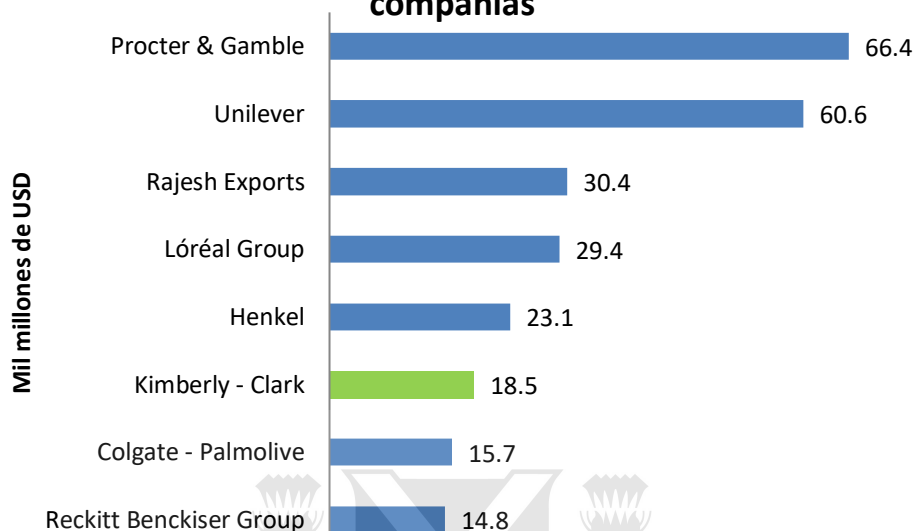


*Fuente: Elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online  
– Cosmetics and Personal Care – Consumer Markets*

En lo que respecta a los competidores de KMB dentro de esta industria, si ordenamos las empresas según el nivel de ventas reportadas en 2017, The Procter & Gamble Company (PG) y Unilever (UN) se ubican en los dos primeros puestos. Por su parte, KMB se ubica en el sexto lugar de este ranking.

<sup>18</sup> Véase Base de Datos Statista Online – Cosmetics and Personal Care – Consumer Markets, <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/outlook/70000000/109/cosmetics-personal-care/united-states>

**Gráfico 8: Mercado de Productos Domésticos y Personales - Nivel de Ventas de las principales compañías**

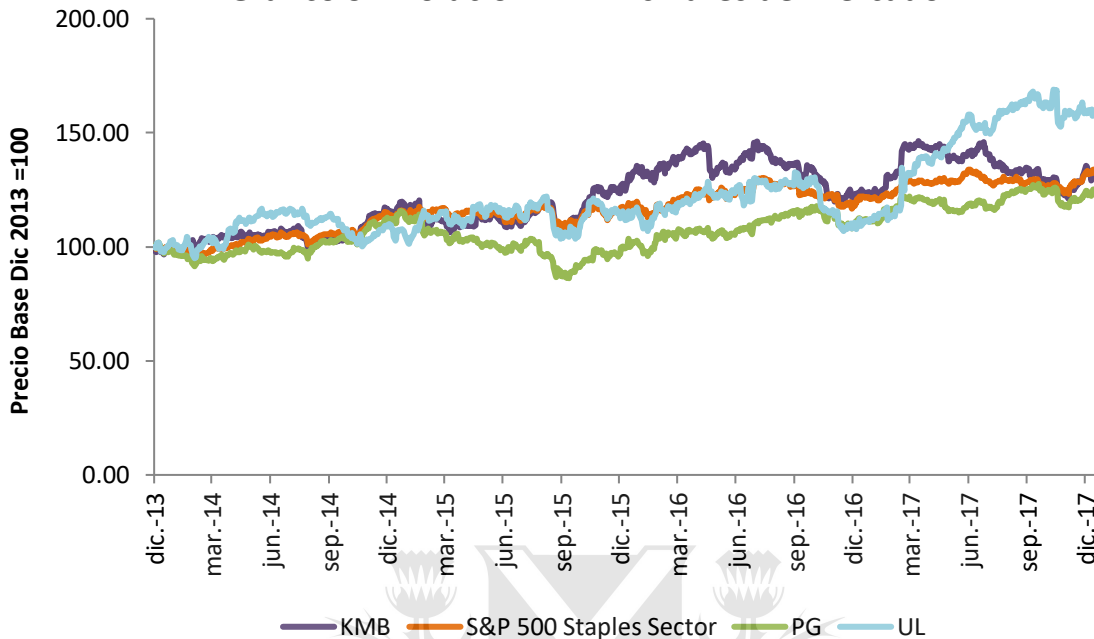


Fuente: Elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online  
 – Estadísticas – Consumer Markets

Las empresas en el puesto tercero (Rajesh Exports), cuarto (L'Oréal) y quinto (Henkel) se dedican al rubro de los cosméticos, consideramos a PG y UN como los principales pares de KMB.

Como benchmark de mercado vamos a utilizar el Índice "S&P 500 Consumer Staples", que agrupa todas aquellas compañías dentro del S&P 500 y que pertenecen al sector de bienes de primera necesidad (según la clasificación del GICS). En el siguiente gráfico se ve la evolución del precio de la acción de KMB, PG y UN, y la del índice (base 2013=100)

**Gráfico 9: Evolución KMB vs Pares de Mercado**



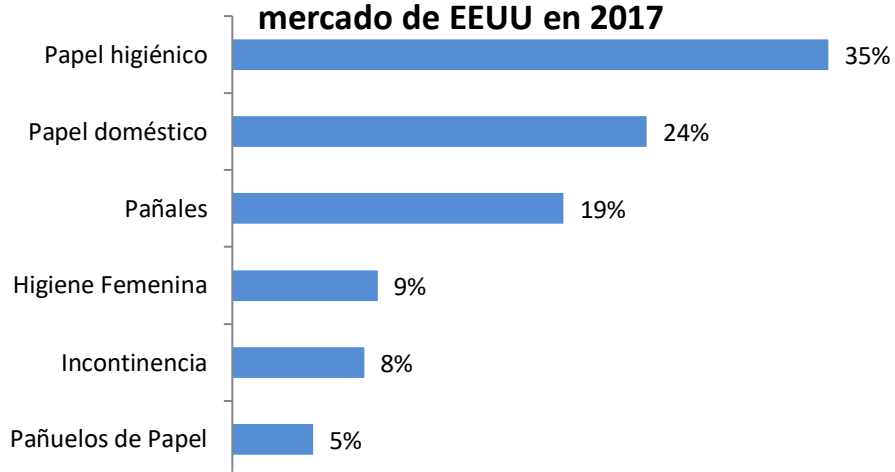
Fuente: Elaboración propia en base a información publicada en

Yahoo Finance

En el gráfico se observa que los retornos de KMB estuvieron en línea con los del índice de mercado durante casi todo el período. Si bien, durante el primer semestre de 2016 y el de 2017 se ubicó levemente por encima, cabe destacar que en ningún momento se ubicó por debajo. Es decir que un inversor de KMB obtuvo mejores rendimientos en promedio que el mercado durante estos años. En lo que respecta a PG, sigue un comportamiento similar al del S&P 500 Staples Sector, sin embargo desde 2015 se ubicó consistentemente por debajo. Por su parte, UL tuvo retornos más alineados con el mercado hasta mediados de 2016.

El gráfico 10 muestra el market share según los ingresos de estos productos en EEUU para 2017

**Gráfico 10 : Proporción de ingresos en el mercado de EEUU en 2017**



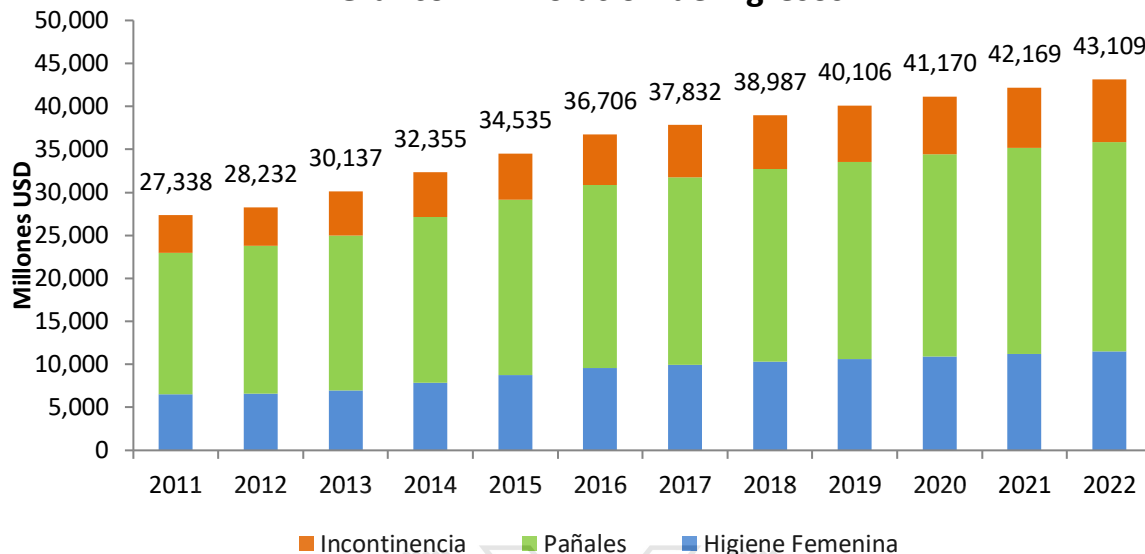
*Fuente: Elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online  
 – Estadísticas*

Siguiendo la división por segmentos que hace Kimberly - Clark, vamos a analizar en la próxima sección más en detalle cuál es su participación en el mercado, cómo se compone el mismo y las proyecciones de los analistas.

#### 2.2.3.1. Cuidado Personal

El segmento de Cuidado Personal representa aproximadamente el 50% de los ingresos de KMB (como se observó en el gráfico 3). Los principales productos son pañales, toallitas húmedas, productos femeninos y de incontinencia.

**Gráfico 11: Evolución de Ingresos**



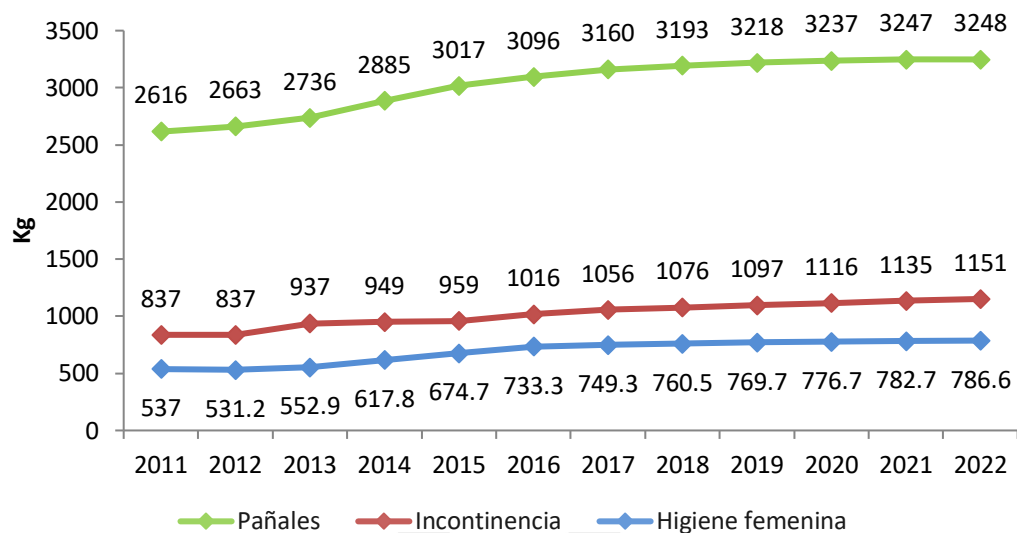
Fuente: Elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online  
 – Tissue & Hygiene Paper – Consumer Markets

A nivel de mercado los pañales representan el 58% de ingresos del segmento. En términos generales la proyección del sector es que crezca entre 2018 y 2022 alrededor del 2,6% anual.

Hasta 2016 se observó una tasa de crecimiento entre 6% y 7% aunque en el último año cayó a 3% y las proyecciones de los analistas es que siga decreciendo hasta llegar a 2022 a 2,2%. Si analizamos los datos del gráfico 9 se observa un aumento estimado en los productos de Incontinencia e Higiene femenina del 3,2% y del 2,2% para pañales:

- En el caso de los pañales ese aumento se debe por un lado a la proyección de un aumento en el precio de venta en todas las áreas geográficas, sumado a una aumento exponencial en el volúmen total consumido en Asia (por la creciente población) aunque contrareestado por una disminución en el volumen en el resto del mundo, siguiendo la tendencia de los últimos años.

**Gráfico 12: Volúmen total**



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

– Tissue & Hygiene Paper – Consumer Markets

- Para los otros dos productos, el aumento del 3,2% corresponde a una combinación entre un aumento de precio y el volúmen consumido actualmente.

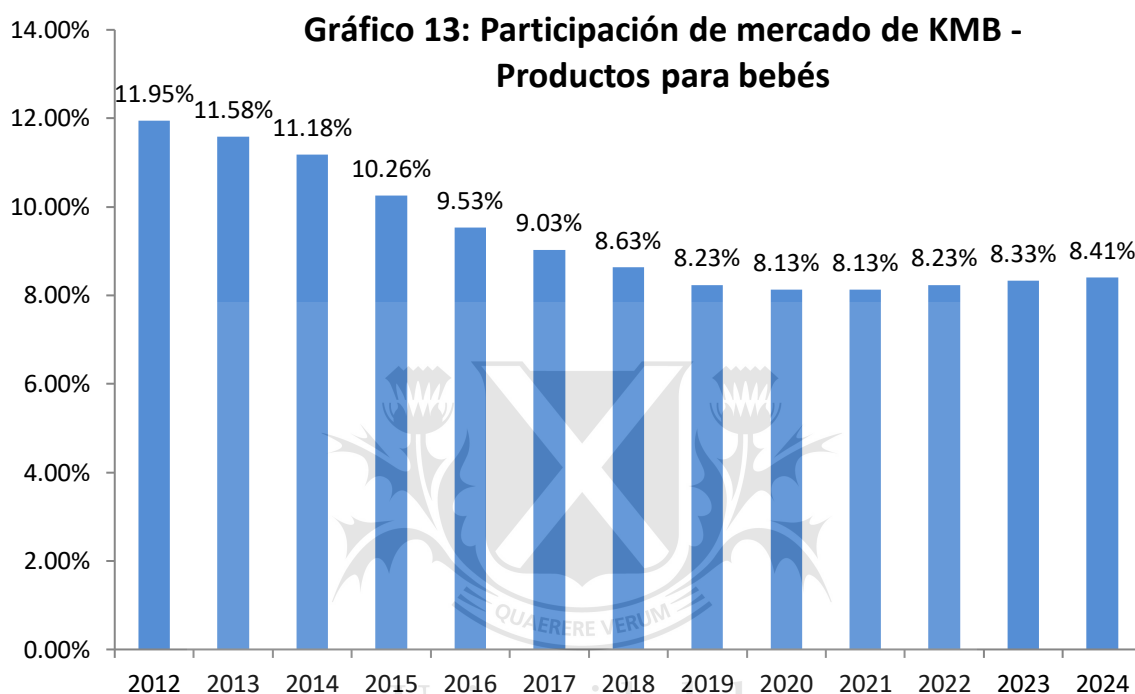
En cuanto a la distribución geográfica, tanto para los pañales como para los productos de higiene femenina, las mayores ganancias provienen de China (USD 12.195 millones), con EEUU (USD 8.959 millones) y Japón (USD 2.635 millones) ubicándose en el segundo y tercer lugar respectivamente<sup>19</sup>. Encambio, para los productos de incontinencia, EEUU se ubica en el primer lugar en generar ingresos por USD 2.446 millones, Japón segundo con USD 1.698 millones, y Alemania tercero con USD 678 millones<sup>20</sup>.

Como se mencionó en la sección 2.2.1, para KMB los pañales y productos para el cuidado de bebés (como toallitas húmedas) representa el 69% del total de ventas del segmento (y

<sup>19</sup> Vease Base de Datos Statista Online – Baby Diapers – Consumer Markets. <https://www-statista-com.eza.udes.edu.ar/outlook/80050000/109/baby-diapers/united-states> y Vease Base de Datos Statista Online – Feminine Hygiene – Consumer Markets. <https://www-statista-com.eza.udes.edu.ar/outlook/80040000/109/feminine-hygiene/united-states>

<sup>20</sup> Vease Base de Datos Statista Online – Incontinence – Consumer Markets. <https://www-statista-com.eza.udes.edu.ar/outlook/80060000/109/incontinence/united-states>

un 34% del total de ventas a nivel compañía). A continuación se muestra el market share mundial de KMB y una proyección a 2024.



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

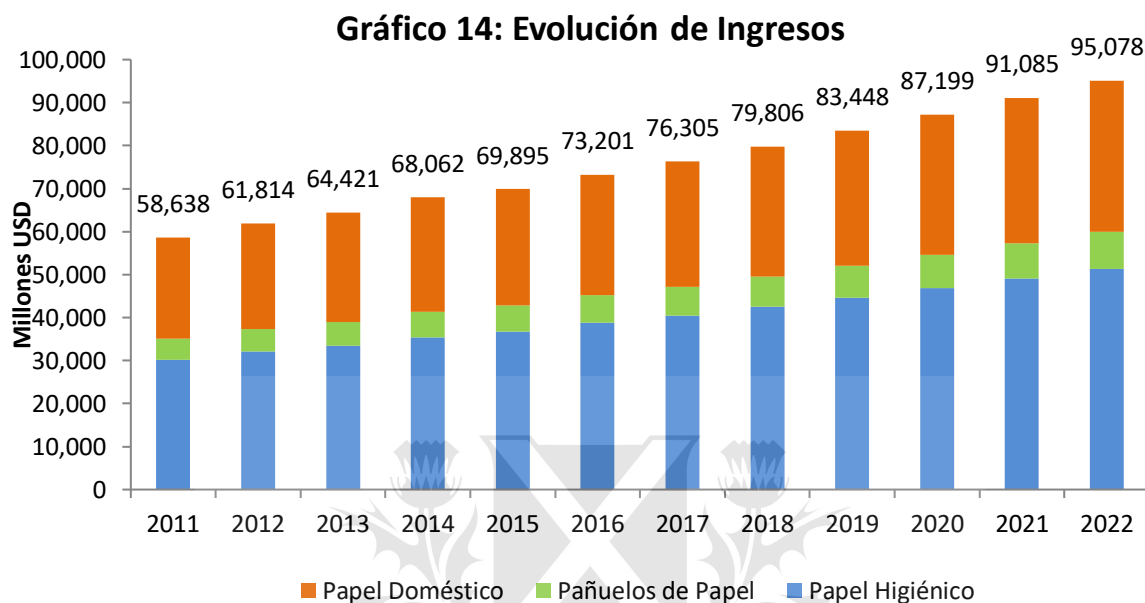
– Estadísticas

Como se mencionó anteriormente, uno de los grandes desafíos a los que deberá enfrentarse Kimberly – Clark en los próximos años es el de poder ofrecer un producto que sea más “amigable” con el medioambiente. Actualmente existen, y son cada vez más populares, alternativas que van desde el pañal de tela que usaban nuestras abuelas hasta pañales ecológicos, especialmente en EEUU donde KMB concentra el 50% de sus ingresos.

### 2.2.3.2. Papel Tissue

En lo que respecta al segmento de Papel Tissue se espera una TCAC 2018-2022 del 4,5%. Los 3 grandes productos son: Papel higiénico, papel para uso doméstico, y pañuelos de papel (en el que se incluyen también pañuelos desmaquillantes y otros productos de uso

facial). Dentro de estos productos, a nivel mundial el producto que capta entre el 52% y 54% de los ingresos es el Papel higiénico, como se observa en el gráfico 14.



Fuente: Elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online  
 – Tissue & Hygiene Paper – Consumer Markets

Geográficamente el mayor consumo se genera en China (USD 28.566 millones), en segundo lugar se ubica EEUU y en tercero Japón.



### Gráfico 15: Top 3 Países de mayor consumo

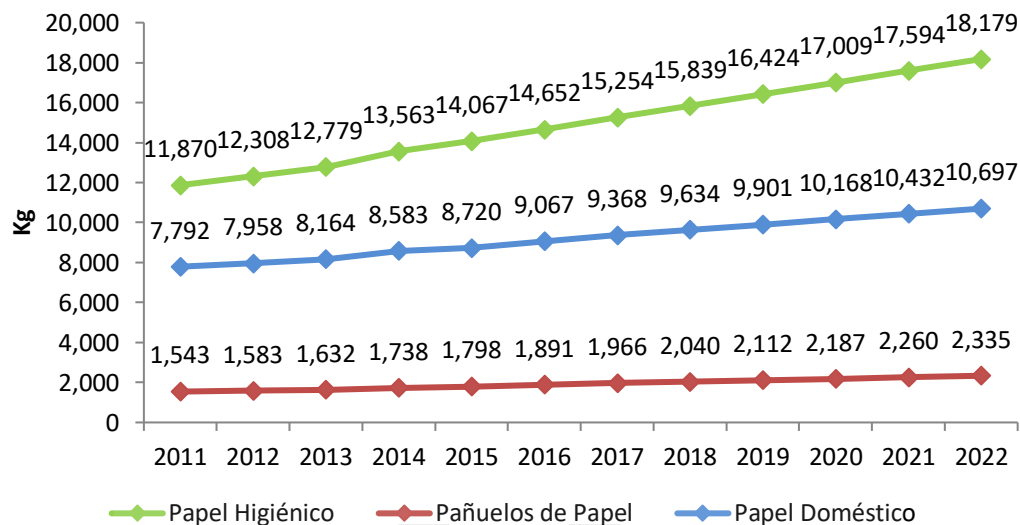


Fuente: Elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online  
– Tissue & Hygiene Paper – Consumer Markets

Este crecimiento esperado del 4,5% anual se compone de la siguiente manera:

- Papel higiénico: Aumento del volumen consumido con un precio por unidad promedio entre USD 2,65 y 2,82, dando como total una TCAC 2018 – 2022 del 4,8%.
- Papel de uso doméstico: TCAC 2018 – 2022 del 3,9% gracias al aumento en la población (y por lo tanto mayor volumen consumido), manteniendo el precio promedio entre USD 3,10 y USD 3,29 por unidad.
- Pañuelos de papel: Una combinación de aumento en la cantidad consumida del 3,5% sumado a un aumento en el precio unitario promedio de USD 3,42 en 2017 a USD 3,68 en 2022, resultando en una TCAC 2018 – 2022 del 5%.

**Gráfico 16: Volúmen Total**



Fuente: Elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online  
 – Tissue & Hygiene Paper – Consumer Markets

### 2.2.3.3. Productos para Uso Profesional

La distinción de este segmento se basa en el tipo de cliente y el canal de venta principalmente. Se vende a instituciones privadas como públicas y a través de un proveedor, y no a un consumidor particular para su uso personal. Dado que los principales productos de este segmento ya están descriptos en las secciones anteriores, no vamos a detenernos en ese aspecto aquí.

Abajo, en el gráfico 17, se observa la participación de Kimberly – Clark dentro del Mercado Profesional.



Fuente: Elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online  
 – Estadísticas

Si bien para KMB este segmento representa el 17% de los ingresos (como se vio en la sección 2.2.1.), en 2017 absorbía el 20% del mercado y se espera que se mantenga esta proporción relativamente estable en los siguientes años. La calidad de los productos, y su posicionamiento en el mercado como marca Premium es lo que fundamenta esta proyección.

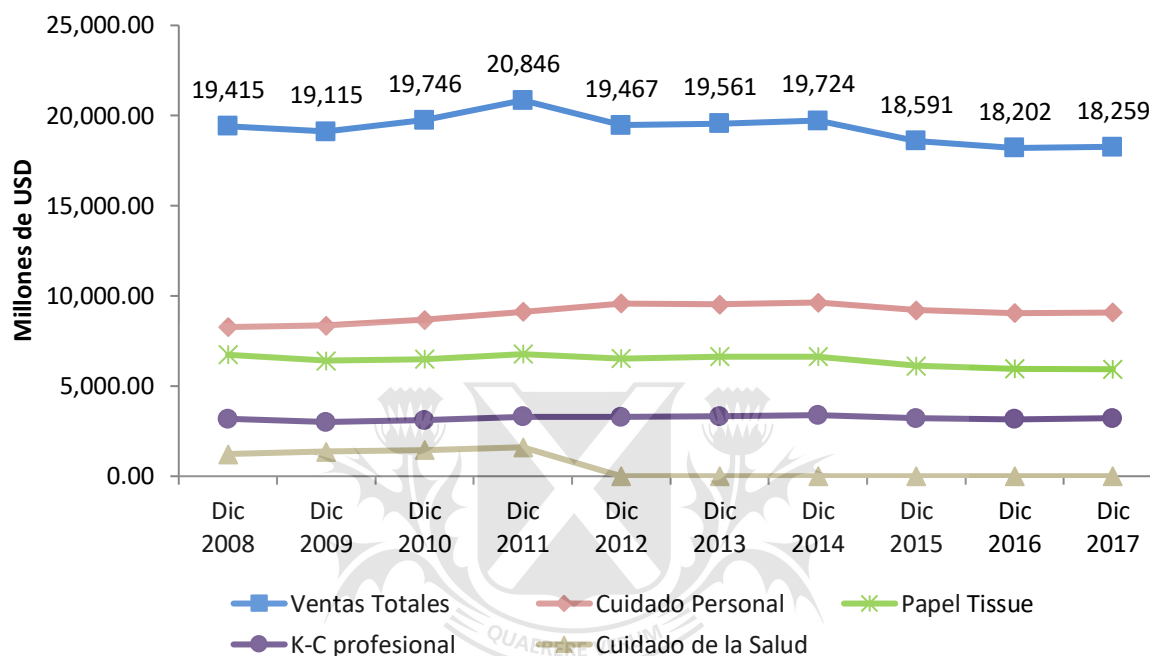
### 3. Análisis Financiero

En esta sección vamos a analizar la información publicada en los estados contables de KMB entre 2008 y 2017, inclusive. El gráfico a continuación muestra la evolución de las ventas totales y su composición por segmento a nivel mundial durante este período.

Como se mencionó anteriormente, desde 2012 se dejó de presentar dentro de los estados contables publicados los resultados correspondientes al segmento de cuidado de la salud.

Si bien su participación en el total de ingresos era muy baja, al analizar el gráfico vemos que las ventas totales reflejan este impacto con una caída del 6,6% entre 2011 y 2012.

**Gráfico 18: Evolución ventas consolidadas KMB**



Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

Si analizamos las ventas netas orgánicas<sup>21</sup>, es decir la variación de ventas por cambio en los precios o los volúmenes vendidos, KMB creció un 3% en 2013 (vs 2012) y un 4% en 2014 (vs 2013).

Sin embargo, esta tendencia se revirtió a partir de 2015. Los ingresos totales por ventas cayeron aproximadamente un 6% vs 2014, principalmente explicado por movimientos

<sup>21</sup> Una empresa tiene dos estrategias principales para crecer: una es a través de las ventas (ya sea volumen o precio), y la otra es a través de adquisiciones. El primer caso, cuando la empresa hace uso de sus recursos para crecer, es lo que se llama crecimiento (o decrecimiento, según el sentido de la variación) orgánico. A través de este concepto se busca aislar un determinado factor externo que impacta en el ingreso por ventas, ya sea el spin-off del rubro Cuidado de la Salud o bien efectos de tipo de cambio, reportados en los estados contables de Kimberly – Clark para el período bajo estudio.

desfavorables en las monedas respecto del USD<sup>22</sup>. De acuerdo a lo reportado, el debilitamiento del tipo de cambio en los países fuera de EEUU<sup>23</sup> implicó una caída del 10% en los ingresos totales, la cual se vio contrarrestada (aunque no fue suficiente para revertir el efecto) por un aumento en los volúmenes de ventas del 4%.

En lo que respecta a los resultados de 2016, la caída del 2% se explica por un lado por una caída del 4% por el movimiento del peso mexicano y mayores costos de producción, y por otro lado por un aumento del 2% de los volúmenes de venta fuera de EEUU. Si bien las ventas netas orgánicas continuaron creciendo (en los países emergentes principalmente) gracias a innovaciones, nuevas expansiones y la oferta de nuevos productos en esos mercados, fue a un ritmo menor que los años anteriores debido a un menor crecimiento de la economía.

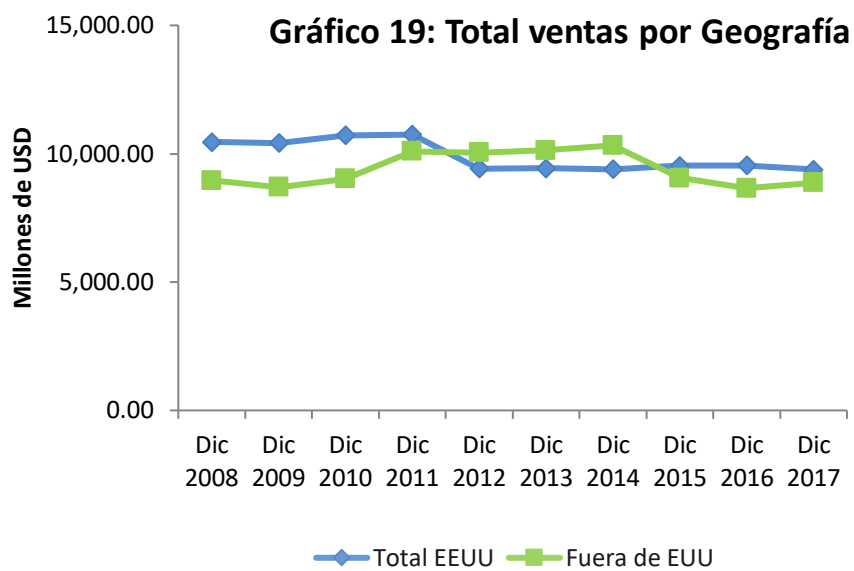
En 2017, por otro lado, los ingresos por ventas totales aumentaron un 0,3%. A continuación se detallan los factores que influyeron en estos resultados (Ver Cuadro 4).



---

<sup>22</sup>En el reporte anual de 2015 se menciona que a partir del 31 de Diciembre de ese año, se iban a separar los activos y pasivos de la empresa presente en Venezuela del balance consolidado y los resultados financieros. Optaron por reportar las operaciones bajo el método contable de costos. Este cambio se debe al deterioro en las condiciones del país y la disminución de la disponibilidad de divisas. Vease Kimeberly – Clark Corporation, 2015 10-K. 11 de Febrero de 2016

<sup>23</sup> Los países que encabezaron la lista de monedas que devaluaron en 2015, además del bolívar venezolano mencionado anteriormente, fueron el peso mejicano y el peso Argentino en diciembre de ese año.



Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

Como se observa en el gráfico 19, a diferencia de los últimos 5 años, las ventas totales en EEUU cayeron un 1,6%, como consecuencia de un precio neto menor<sup>24</sup> combinado con una disminución en los volúmenes de venta<sup>25</sup>.

En lo que respecta al mercado fuera de EEUU, en 2017 KMB se vio beneficiada por el movimiento de los tipos de cambio, que sumando a un aumento del 1% en el volumen de ventas, dio como resultado un aumento del 2,4% en este grupo. En particular los cambios fueron de la siguiente manera:

- Por un lado, en los países emergentes las ventas netas crecieron. Alrededor de un 7% se debió a un mayor volumen especialmente en Argentina y Brasil, sumado a un 1% por movimientos positivos en el tipo de cambio. Adicionalmente se ganó 1% gracias a cambios en la cartera de productos y un pequeño porcentaje adicional

<sup>24</sup> Como estrategia Kimberly – Clark está intentando transferir parte de los mayores costos a los consumidores a través de suba de precios. Sin embargo, para evitar un impacto importante en los volúmenes, lanzan promociones y descuentos, lo que terminó en un precio neto menor. Vease Kimeberly – Clark Corporation, 2017 10-K. 8 de Febrero de 2018.

<sup>25</sup> Vease Kimeberly – Clark Corporation, 2017 10-K. 8 de Febrero de 2018.

por la adquisición de una alianza estratégica (o Joint Venture<sup>26</sup>) en India. Esto se vio contrarrestado por un menor precio neto del 2%.

- Por el otro, en los países desarrollados las ventas netas cayeron. Un 6% fue por menor volumen de venta (mayormente en Corea del Sur, por una disminución en la tasa de nacimientos). Si bien los precios también cayeron alrededor del 2% impactando negativamente las ventas, esto se vio compensado en un 1% por un movimiento positivo del tipo de cambio, y un 1% adicional por la mejora en la cartera de productos.

**Cuadro 4: Cambio Ventas Netas**

Ventas Netas	Cambio % 2013 vs 2012	Cambio % 2014 vs 2013	Cambio % 2015 vs 2014	Cambio % 2016 vs 2015	Cambio % 2017 vs 2016
Volumen	3	2	4	2	1
Precio Neto	1	2	0	0	-1
Mix de Productos/Otros	-2	-1	1	0	0
Tipo de cambio	-2	-2	-10	-4	1
<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>
Variación Ventas Netas Orgánicas	3	4	4	2	0

Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

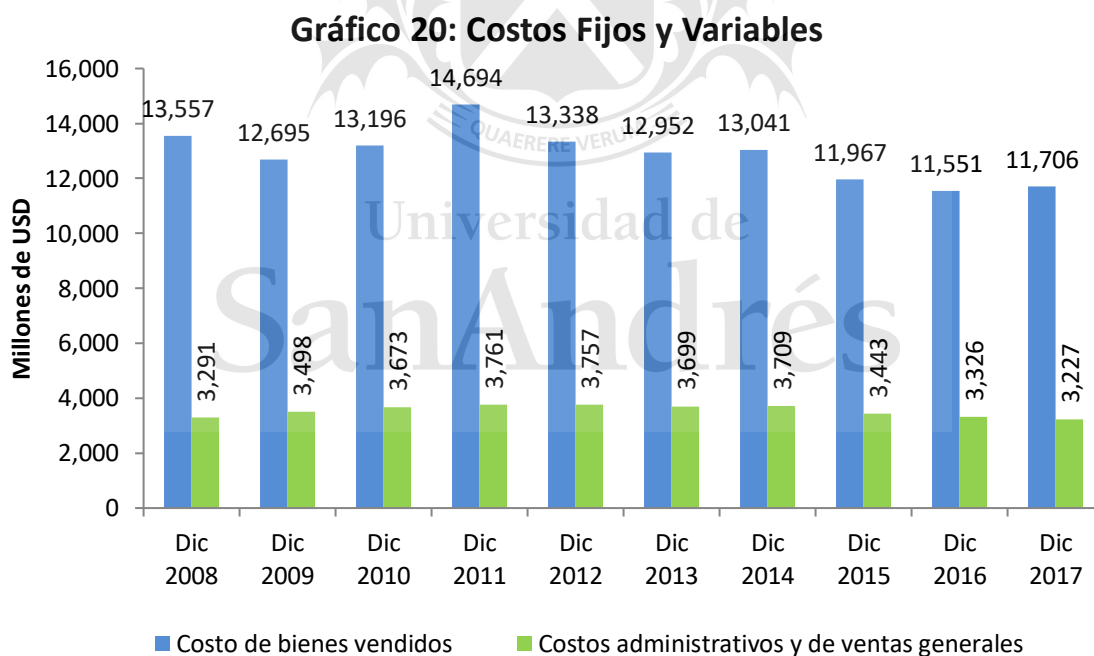
Como se observa en la tabla durante los últimos 5 años KMB mantuvo tasas de crecimiento orgánico positivas, a diferencia del crecimiento total que fue negativo en 2015 y 2016 principalmente por los movimientos en los tipos de cambio.

En lo que respecta a los costos, la categoría “costos administrativos y de ventas generales” hacen referencia a los costos fijos. Son los costos en los que incurre KMB que no están directamente relacionados con el proceso de manufactura, como ser gastos administrativos, logística para la venta y distribución de los productos, comercialización, promociones, entre otros.

<sup>26</sup> Joint Venture hace referencia a un acuerdo o contrato entre dos o más empresas para desarrollar un negocio determinado o introducirse en un mercado, compartiendo conocimientos y tecnología, con el objetivo de obtener beneficios.

Por otro lado, se consideran los costos de bienes vendidos como los costos variables ya que son los que se incurren para la producción. En otras palabras, se incluyen principalmente los costos de materia prima y de mano de obra. En el caso de KMB los insumos más importantes son la celulosa (se utiliza en la producción de papel tissue y es uno de los componentes de los pañales y toallas femeninas) y el polipropileno (que es lo que garantiza la absorción y por lo tanto es utilizado en pañales, toallas femeninas, productos de incontinencia, entre otros), y es altamente sensible a las variaciones de precio que pueda experimentar dado que se lo obtiene de proveedores externos a la empresa.

El gráfico 20 muestra la evolución de los costos, tanto fijos como variables, en los últimos 10 años.



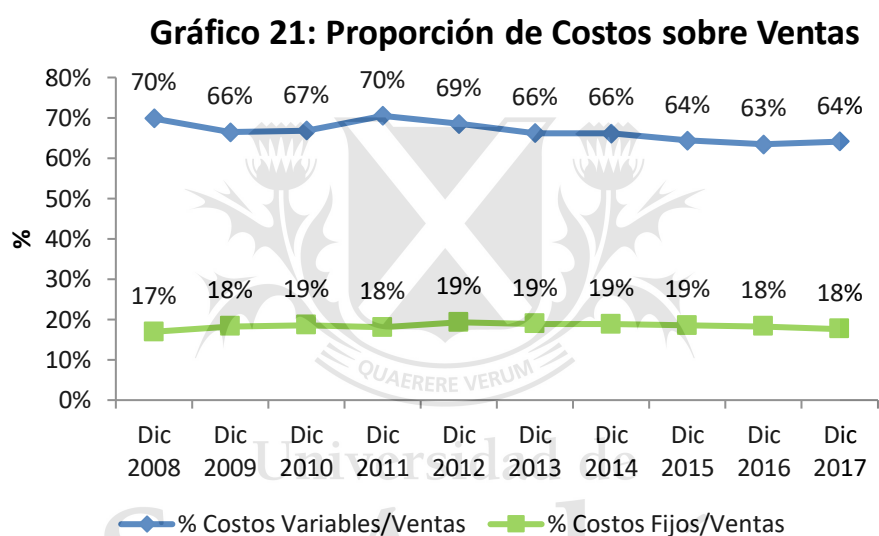
Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

El aumento de costos en 2011 se debe por un lado a una reestructuración que se llevó a cabo ese año para salir de la producción de pulpa que impactó principalmente al



segmento de Papel Tissue, sumado a elevados costos de las materias primas por efecto de la inflación y un adicional por costos relacionados a la incorporación de los resultados de Venezuela en el reporte anual consolidado desde 2010.

Como se mencionó en la sección 2.2. Kimberly – Clark lanzó en 2014 un plan de reestructuración con el objetivo de absorber los sobrecostos por el spin-off del segmento de cuidado de salud. Si bien se redujeron lograron reducir un 11% los costos (fijos y variables), la proporción sobre las ventas no muestra una evolución tan acelerada.



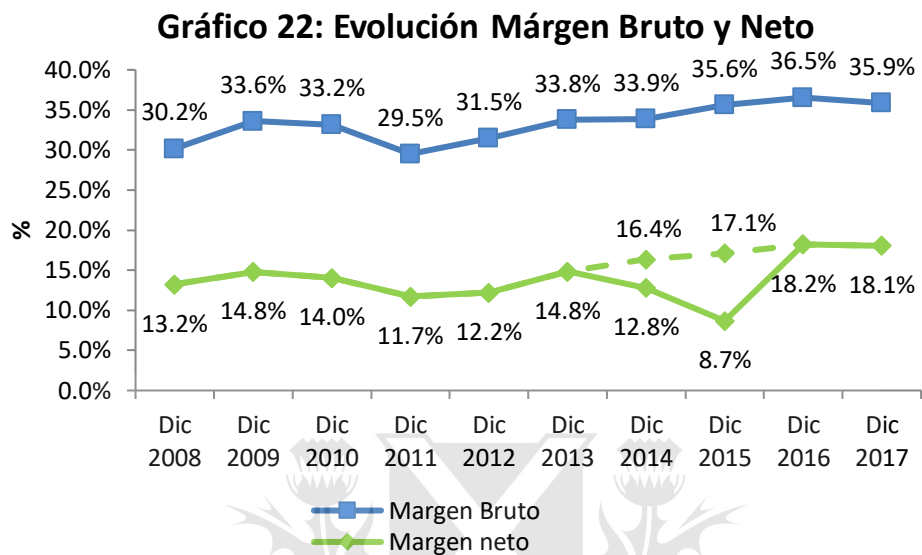
Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark

Corporation, 2017 Annual Report

El nuevo plan de reestructuración para lanzado a principios de 2018 tiene como objetivo continuar con la reducción de costos. Si bien la inversión inicial y los costos de implementación pueden elevarlos el primer año, esperan obtener una reducción de entre USD 500 y 550 millones anuales.

Estos sucesivos intentos de reducción de costos vienen de la mano de la reducción en las ventas netas. El margen bruto es el resultado de restarle los costos de bienes vendidos a las ventas y el margen neto se obtiene además al restarle los costos administrativos y otros gastos que impactan en el resultado neto. Si analizamos estos conceptos como una

proporción de las ventas de Kimberly – Clark (ver gráfico 22) se observa una tendencia positiva para el período bajo estudio.



Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

Si analizamos más en detalle el gráfico, vemos que por un lado la caída evidenciada en 2011 y 2012 (tanto del margen bruto como del neto) está relacionada a los mayores costos por reestructuración, y por otro lado la caída del margen neto<sup>27</sup> en 2014 y 2015 se debe a:

- Al 31 de Diciembre de 2014 se tuvo que hacer una revaluación de los estados contables de las operaciones de Venezuela usando la tasa flotante SICAD II<sup>28</sup> de 50 Bolívares por cada USD, resultando en un costo de USD 453 millones que se

<sup>27</sup> En el margen bruto no es tan claro este efecto ya que la caída de los costos de los bienes vendidos fue proporcional a la disminución en las ventas.

<sup>28</sup> En Febrero 2013 el gobierno de Venezuela anunció una devaluación de su moneda de 5,4 bolívares por USD a 6,3. En Marzo 2013, se anunció un sistema de cambio complementario llamado SICAD, en el que participaban determinadas empresas para poder realizar transacciones más relevantes. En Febrero 2014 se lanzó un nuevo sistema llamado SICAD II. KMB podía acceder a la tasa oficial de 6,3 dado que produce y vende bienes cuyo precio estaba controlado por el gobierno. Mucha de la materia prima utilizada era importada y si bien al principio lo podía hacer a la tasa oficial, hacia Diciembre de 2014 el volumen que le permitieron operar a esa tasa disminuyó y el material no era suficiente para continuar la operatoria. Dado esto y sumado a la falta de liquidez del país, KMB decidió revaluar su balance al 31 de diciembre de 2014 utilizando la tasa flotante SICAD II de fin de año.

computó bajo la categoría “Otros Gastos” en el estado de resultados de 2014. Previo a este sistema de cambio, los resultados de Venezuela se convertían utilizando la tasa oficial de 6,3 Bolívares por USD.

- En 2015, el componente “Otros Gastos” fue por USD 1.568 millones que generó un impacto sobre los márgenes (esto también afecta los ratios publicados que vamos a analizar más adelante). Este monto se debió principalmente a gastos por pensiones y en segunda medida a los elevados costos para convertir los resultados obtenidos en Venezuela<sup>29</sup> a USD.

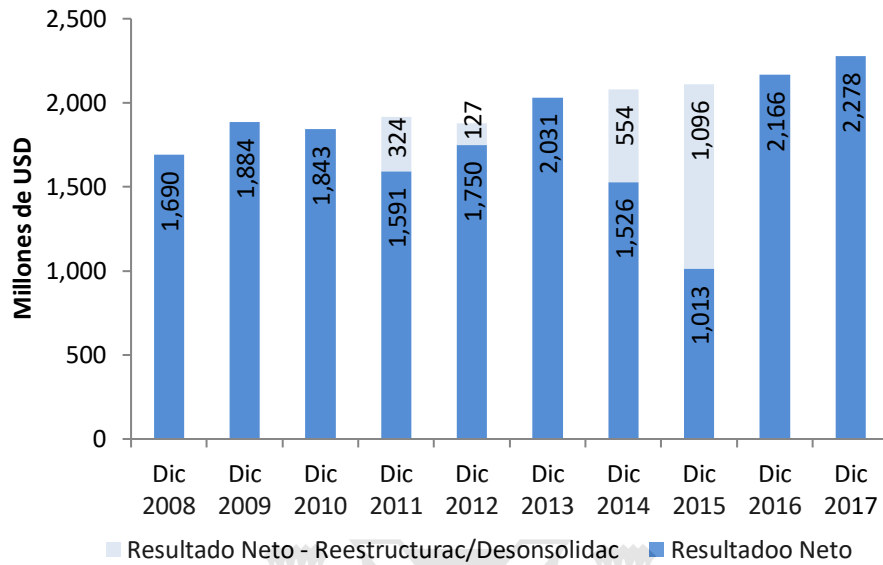
A partir del primer cuatrimestre de 2016 se dejó de reportar los resultados de Venezuela en el balance debido al deterioro de las condiciones en el país y la dificultad para convertir la moneda en USD.

KMB publica dos versiones de los reportes contables, uno bajo la metodología GAAP y uno “ajustado” en el cual se incluyen los efectos mencionados dentro de la categoría “Ítems Anormales”. En el gráfico 22 la línea punteada muestra el margen neto ajustado. Según lo informado la empresa ellos utilizan estos reportes ajustados para evaluar las proyecciones de la compañía, alocar recursos y medir la performance operativa.

---

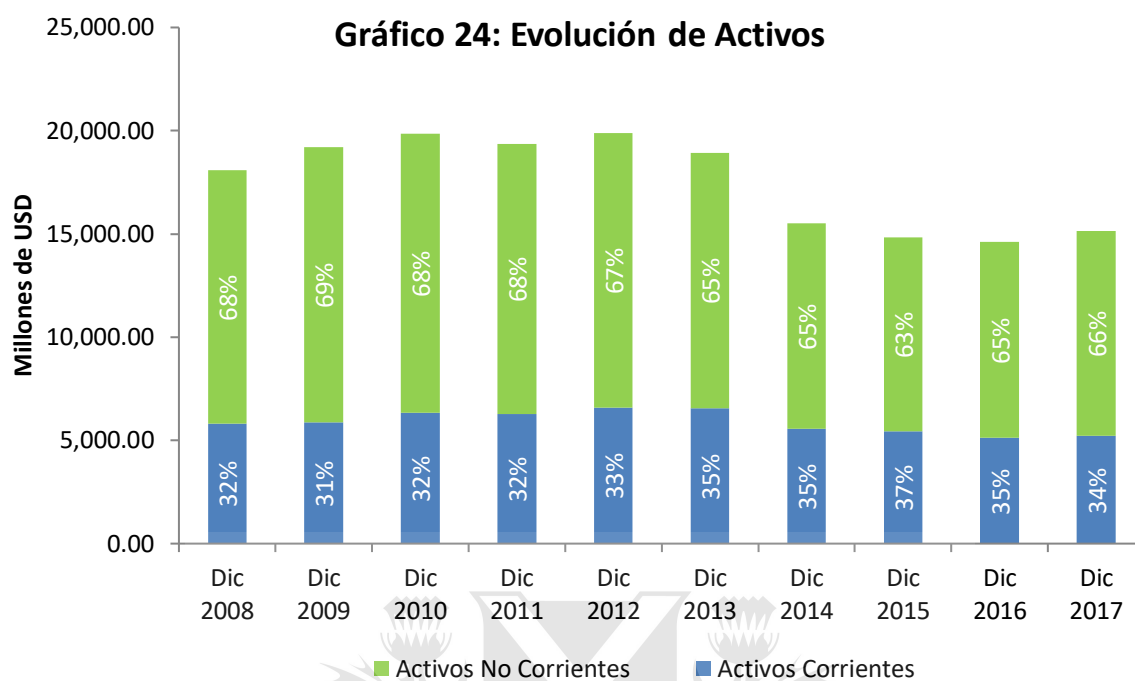
<sup>29</sup> Durante 2015, KMB continuó con la visión conservadora de valuar su balance utilizando SICAD II que el monto permitido para importación a la tasa oficial era incierto. A mediados de ese año, el gobierno venezolano publicó un nuevo tipo de cambio flotante llamado SIMADI.

**Gráfico 23: Resultado Neto**



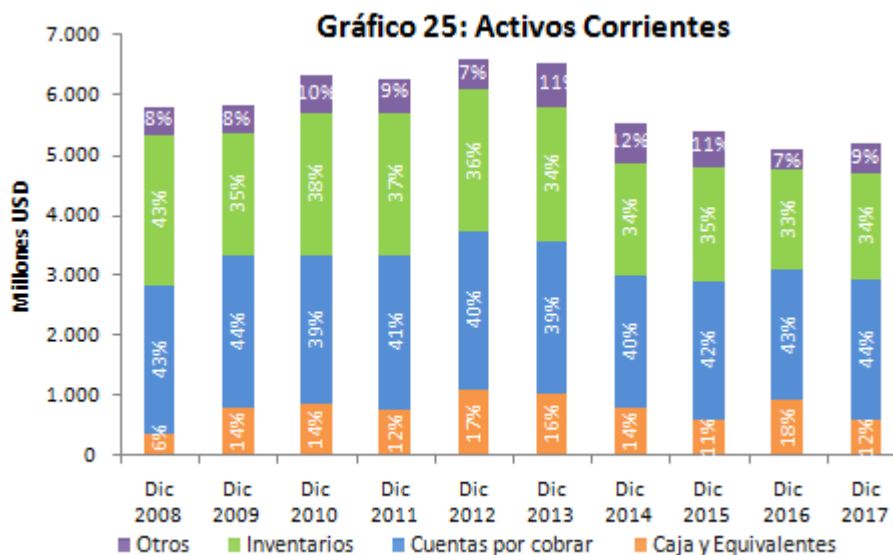
Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

A continuación vamos a analizar los activos y pasivos (y su composición) de KMB publicados en el balance para el período bajo estudio.

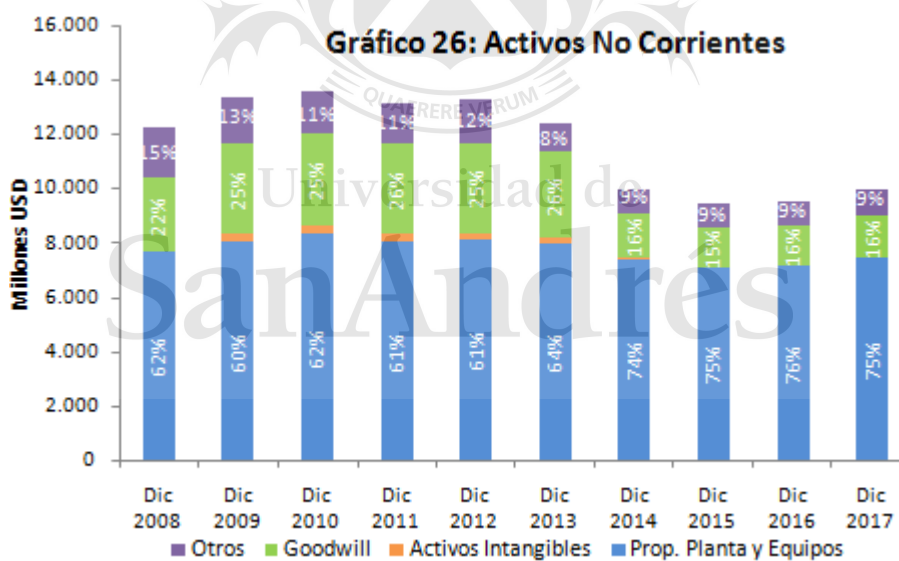


Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

La proporción de Activos Corrientes y No Corrientes sobre el total de activos se mantuvo relativamente estable en los últimos 10 años, sin embargo como se observa desde 2014 en términos absolutos los Activos totales cayeron de USD 18.919 millones en 2013 a USD 15.526 millones, es decir una variación del -18%.



Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report



Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

Esta caída está relacionada a los activos transferidos dado que en 2014 se completó el spin-off del segmento de cuidado de salud. Cabe destacar que la proporción de los componentes que forman los Activos Corrientes no cambió. En cambio, en los activos no corrientes se observa desde 2014, en términos relativos, un aumento en la categoría

“Propiedad Planta y Equipos” y una caída de “Goodwill” o valor llave. Este concepto hace referencia a un tipo de activo intangible a través del cual se busca cuantificar la reputación de una compañía y por lo tanto es una parte del valor en caso de ventas y/o adquisiciones (o desconsolidaciones). Por reputación entendemos al valor por el nombre de las marcas comercializadas y su asociación con productos de calidad, la relación con los clientes, el clima laboral, patentes o innovaciones tecnológicas.

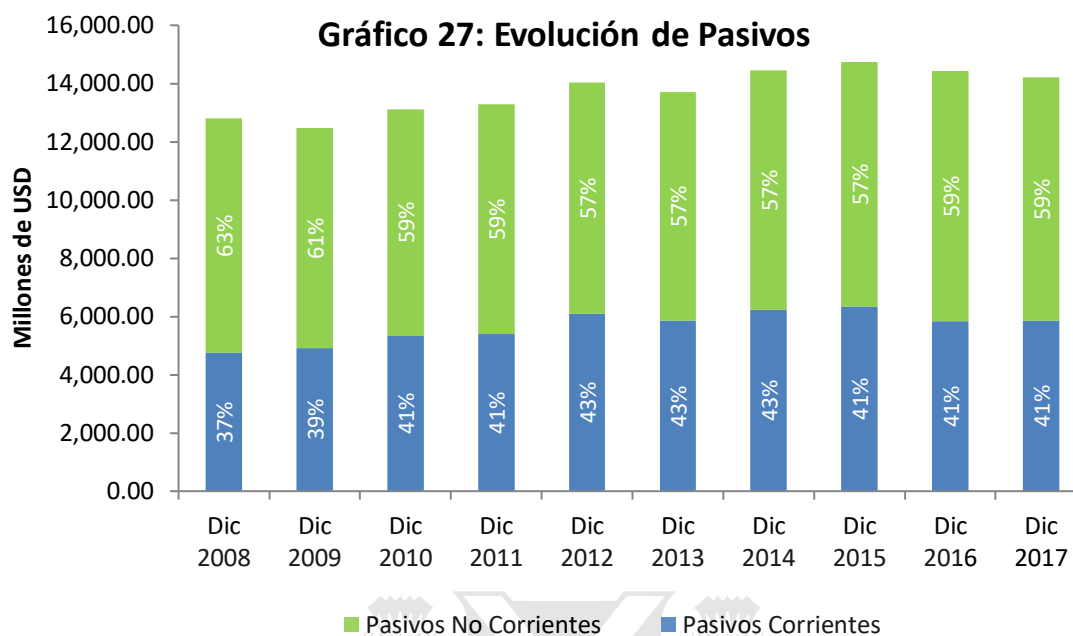
El Cuadro 5 detalla los activos transferidos a Halyard Health Inc. durante el spin-off completado el 31 de Octubre de 2014.

**Cuadro 5: Activos Spin-Off de Halyard Inc.**

Activos	Millones USD
Caja	120
Cuentas por Cobrar	37
Inventarios	289
Prop. Planta y Equipos	271
Valor Llave	1.429
Activos Intangibles	114
Otros	66
<b>Total</b>	<b>2.326</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

Si analizamos los pasivos (ver gráfico 27) vemos que los valores son bastante estables a lo largo de los años y un pequeña tendencia negativa durante los últimos dos años (2016 y 2017).



Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

Durante el spin-off también se transfirieron pasivos. A continuación se detallan los valores, tanto de Pasivos Corrientes (Gastos Acumulados) como No Corrientes.

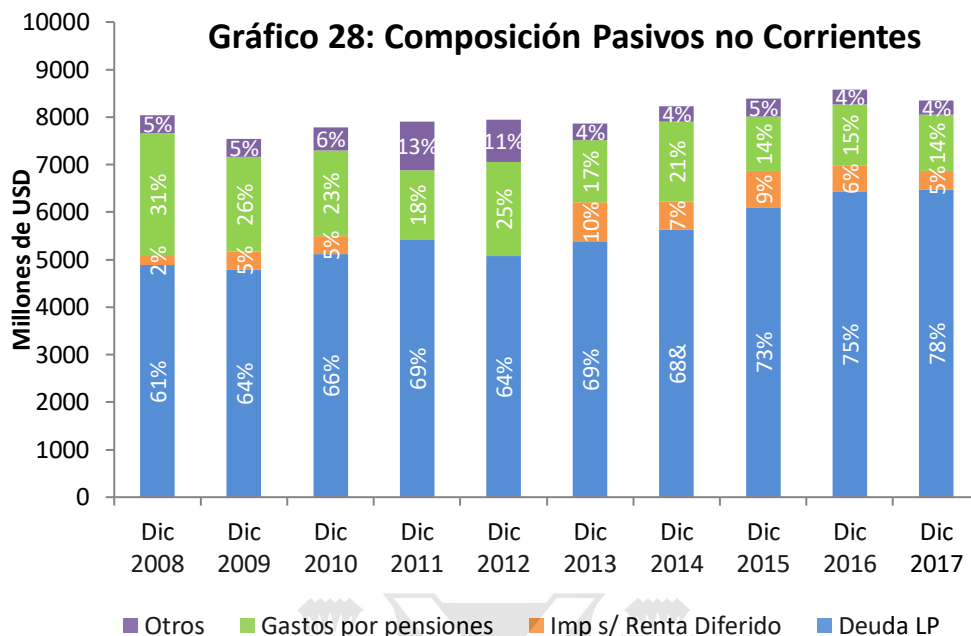
**Cuadro 6: Pasivos Spin-Off de Halyard Inc.**

Pasivos	Millones USD
Gastos Acumulados	127
Deuda	636
Impuesto s/ Renta Diferido	60
Otros	7
<b>Total</b>	<b>830</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

Dentro de los pasivos no corrientes, que representan casi el 60% del total de pasivos, la proporción de Deuda de Largo Plazo es una categoría que viene en aumento desde 2015.

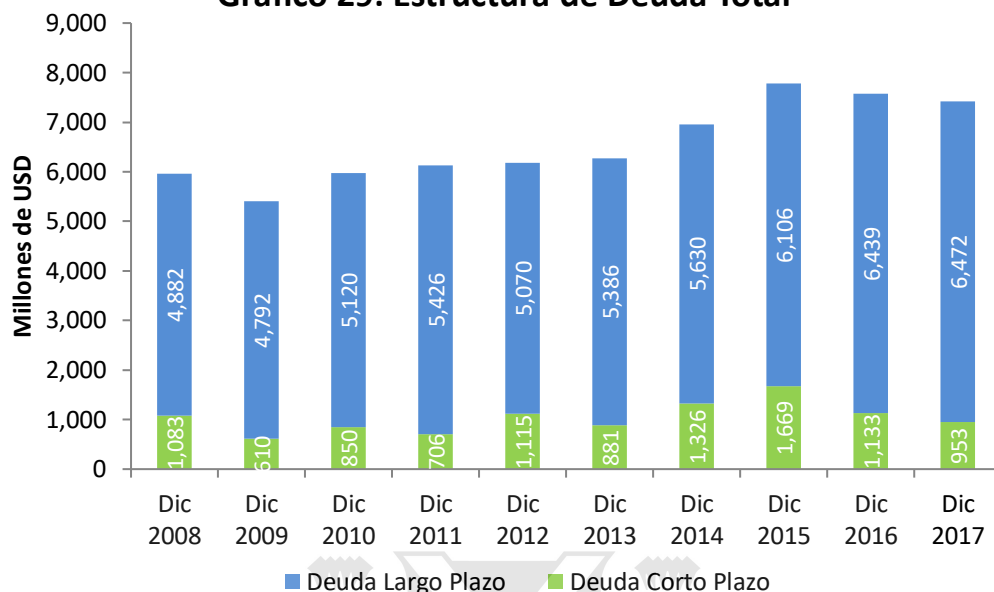




Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

Como se ve en el gráfico 29, la deuda de LP creció en los últimos años. Como mencionamos en la sección 2.1 KMB pertenece a la lista de Dividendos Aristocráticos, es decir, que reparte dividendos consistentemente desde los últimos 25 años (o, en el caso de Kimberly - Clark, desde 1935). De estos 83 años, los últimos 45 años viene aumentando los dividendos, los cuales desde 2010 a 2015 acumuló un 18%. Para poder sostener esto junto a las crecientes recompra de acciones realizadas ha tenido que recurrir a la emisión de deuda.

**Gráfico 29: Estructura de Deuda Total**



Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

Muchos analistas coinciden en que esta política puede ser peligrosa ya que gasta más del 60% del Cash Flow entre el pago de dividendos y recompra. Lo que argumentan es que dado que el precio de la acción actualmente está 20 veces por encima del 6,2 EPS (Earnings per share, por sus siglas en inglés), esta metodología no beneficia realmente a los accionistas. Otra técnica que usan a veces las empresas es aumentar las ganancias y márgenes operativos, pero como vimos a lo largo de esta sección, estos conceptos están bastante estables (sino decrecientes) los últimos años.

### Cuadro 7: Recompra Deuda

Año	Cantidad (en millones)	Millones de USD	Precio Promedio
2014	18,25	2.031	111,31
2015	7,36	833	113,11
2016	6,20	778	125,52
2017	7,39	927	125,47

Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

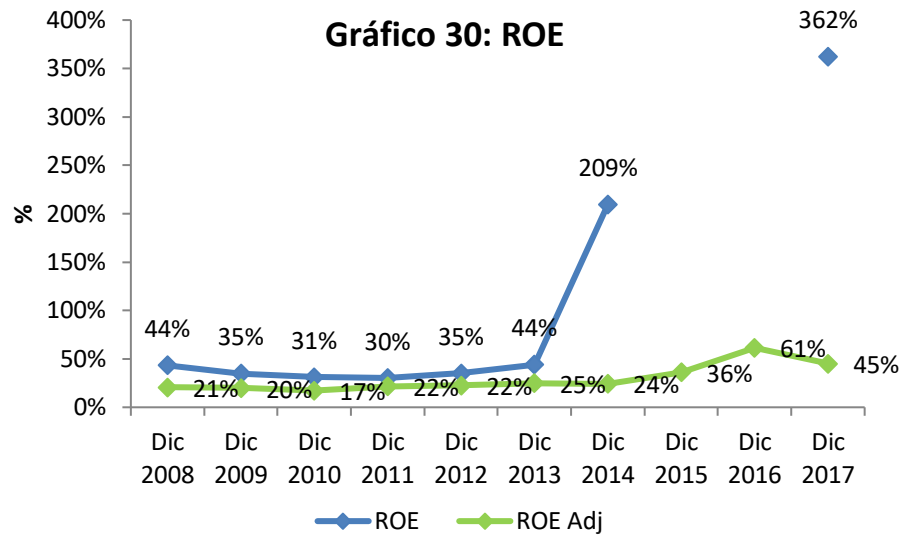
Es debido a esta política que el valor del Patrimonio Neto (o Equity) reportado por KMB pasó de USD 5 mil millones en 2013 a USD 800 millones en 2017.

Muchos de los ratios que vamos a analizar en la siguiente sección se ven afectados por esto, como ser el ROE y el D/E. Algunos analistas sugieren que para poder hacer una comparación “justa” se debería adicionar al Equity reportado el valor de la deuda mantenida en el tesoro.

#### 4. Análisis de Ratios

Tal como mencionamos, el retorno sobre el Patrimonio Neto, o ROE, se calcula utilizando los Resultados Netos ajustados del período, para aislar los efectos del spin-off y desconsolidaciones.

Por otro lado, el monto del Patrimonio Neto se vio muy afectado por la política de recompra de acciones, por lo que el gráfico siguiente presenta una línea de ROE con el Equity reportado vs el “ROE Adj” en el que se adicionó el monto mantenido en el tesoro al Patrimonio Neto.



Fuente: *Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report*

Los años 2015 y 2016 no se incluyen en el gráfico ya que el valor del equity (excluyendo minoristas) fue negativo, USD -174 millones y USD -102 millones respectivamente, y por lo tanto generan un ROE negativo.

Si bien es cierto que el dinero utilizado para la recompra de acciones ya no está disponible, el objetivo del ROE ajustado es mostrar los valores aislados de ese efecto para poder entender mejor los ratios presentados.

### Cuadro 8: Ratios de Rentabilidad KMB

Ratios	2013	2014	2015	2016	2017
Retorno sobre ventas					
Margen Bruto	34,23%	33,88%	35,63%	36,54%	35,89%
Margen Neto <sup>30</sup>	15,17%	16,37%	17,11%	18,22%	18,07%
Resultado Neto	10,14%	7,74%	5,45%	11,90%	12,48%
Retorno sobre Inversión					
ROE	44,11%	209,33%	-	-	362,16%
ROE Ajustado	24,90%	24,12%	36,20%	61,41%	45,02%
ROA	11,32%	9,83%	6,83%	14,83%	15,04%

Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

En el Cuadro 9 a continuación se presentan algunos ratios para analizar más en detalle la estructura financiera de Kimberly – Clark.

### Cuadro 9: Estructura Financiera KMB

Ratios	2013	2014	2015	2016	2017
Estructura Financiera					
Deuda/Equity Adj	0,60	0,67	2,10	2,19	1,72
Deuda/EBITDA	1,42	1,73	1,91	1,86	1,77
Deuda/Activos	0,30	0,45	0,52	0,52	0,49

Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

El ratio Deuda/Equity Adj representa el nivel de apalancamiento de la empresa. Si bien 2013 y 2014 estaban entre el 0,6 y 0,7, los valores de 2015 a 2017 son mayores a 1 por la política de recompra de acciones. El problema de estos valores tan elevados (cerca de 2) es si no puede hacer frente a sus compromisos de pago.

El segundo ratio (Deuda/EBITDA), que mide la capacidad de la compañía para pagar su deuda en base a sus ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y

<sup>30</sup> Para el cálculo del Margen Neto utilizamos los resultados operativos ajustados, como se mencionó en el gráfico 23.

amortizaciones. Para este caso se considera que un valor menor a 2 es una empresa saludable con buena capacidad para pagar la deuda.

Y por último, el tercer ratio hace referencia a la comparación con sus propios activos. Cuanto mayor sea, implica un mayor apalancamiento y por lo tanto, riesgo financiero.

## 5. Valuación por Flujo de Fondos Descontados

El objetivo de esta sección es valorar Kimberly Clark y así obtener el valor intrínseco de la compañía. Si bien existen diversos métodos, en este trabajo se va a realizar la valuación utilizando el método de Flujos de Fondos Descontados (o DCF, por sus siglas en inglés) al 31 de Diciembre 2017 (último año fiscal completo reportado) a través de la proyección de los flujos de fondos de la empresa. Para esto se va a utilizar la información publicada en sus estados contables, declaraciones de directivos de la misma empresa sobre los resultados obtenidos y sus proyecciones para los próximos años, como así también el contexto macroeconómico de los países en los que KMB desarrolla sus actividades. Además se van a plantear 3 escenarios: el más probable, uno desfavorable y uno favorable.

Con este método (DCF) se busca determinar el valor actual de los flujos de fondos que la empresa espera obtener en el futuro, descontados a la tasa del costo del capital ajustado por el riesgo correspondiente. Esto es así para considerar el paso del tiempo, dado los recursos económicos tienen un costo de oportunidad y además el dinero tiene un valor temporal por lo que no se puede sumar directamente montos actuales con dinero que se espera recibir en un período posterior. Para poder realizar este análisis es necesario, por lo tanto, determinar el valor de la tasa de financiamiento de la empresa y estimar los flujos de futuros.

$$VA = \sum_{t=1}^n \frac{FF_t}{(1+r)^t} + VT$$

Donde,

$VA$  es el Valor actual,

$FF_t$  son los flujos de fondos,

$r$  es la tasa de descuento, y

$VT$  es el Valor Terminal, que representa el flujo futuro a recibir en  $n + 1$  descontado a la diferencia de la tasa de descuento y la tasa de crecimiento esperada a perpetuidad.

Si bien existen varios métodos para realizar la valuación de una empresa, es este trabajo se va a utilizar el Flujo de Fondos de la Firma y descontarlos a la tasa de Costo de Capital promedio ponderado (o WACC, por sus siglas en inglés), y así homogeneizarlos en el tiempo.

Este método se basa en calcular el resultado operativo y el de la deuda para valuar el Patrimonio Neto. Para esto se proyectan los flujos de fondos futuros que se esperan recibir antes de intereses y dividendos. En otras palabras, se proyectan los flujos operativos después de impuestos generados por las operaciones de la empresa, que afectarán tanto a los accionistas como a los acreedores, se le agrega la Amortización y Depreciación y se le resta los flujos de fondos correspondientes a inversiones que se deberán realizar para mantener la actividad y los cambios en Capital de Trabajo:

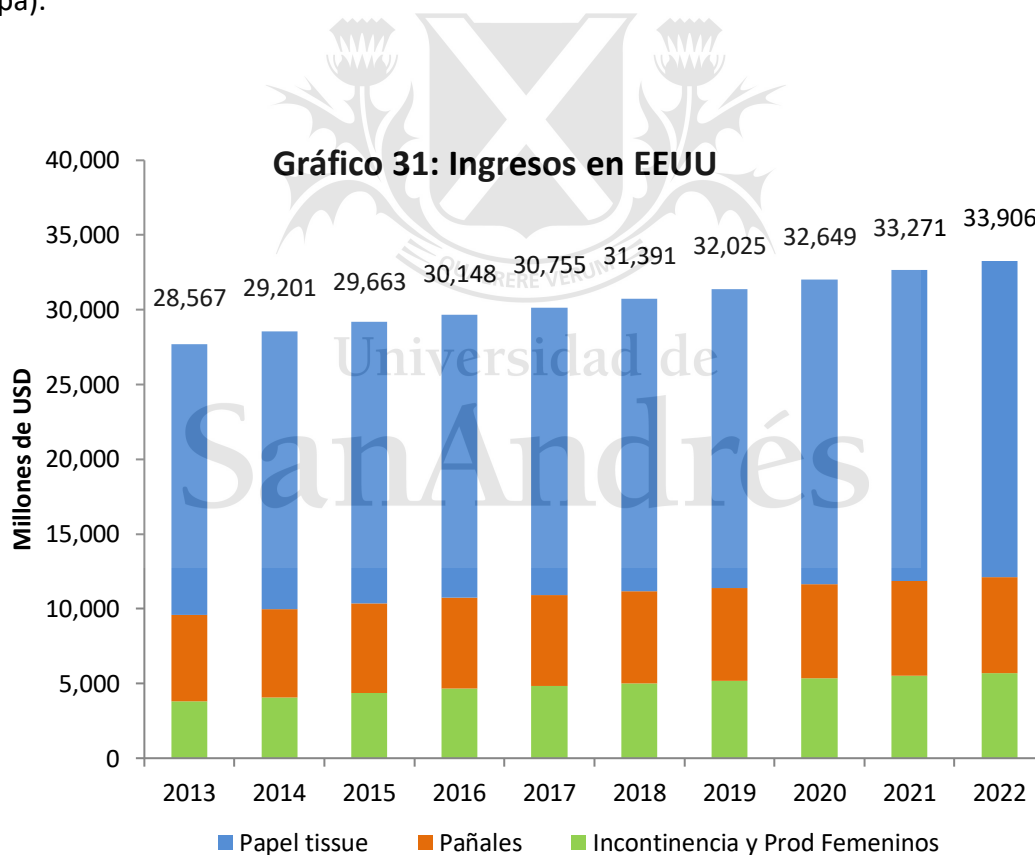
Ingresos por ventas
- Costos (fijos y Variables)
<b>EBIT</b>
- Impuesto a las ganancias
+ Amortización y Depreciación
- Inversiones en CAPEX
- Variación en Capital de Trabajo
<b>Flujo de fondos de la Firma</b>

La proyección de los flujos se realizará para los próximos 5 años, entre 2018 y 2022. Se van a considerar no sólo las condiciones de mercado sino también la tendencia de los últimos años de Kimberly – Clark. A continuación se detallan los supuestos asumidos.

### Ingresos por Ventas

Para la estimación de las ventas se va a utilizar la información y proyecciones obtenidas de la Base de Datos de Statista On-Line, tanto por región como por segmento en los que Kimberly – Clark está presente. Se va a analizar la información histórica de los últimos 5 años y la proyectada desde 2018 hasta 2022, tanto de variables macroeconómicas de las zonas geográficas como de los datos de volumen y precios para el sector de consumo de los productos de KMB.

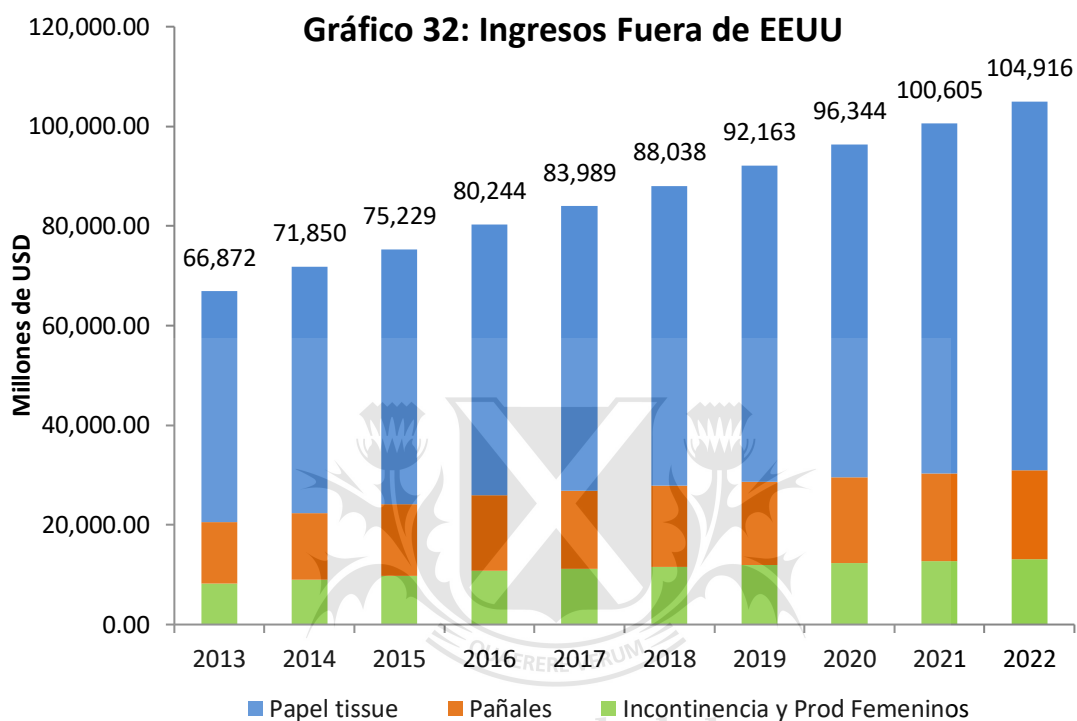
Los siguientes gráficos muestran la evolución pasada y esperada de los ingresos por ventas, tanto dentro de EEUU como fuera (principalmente China, Latino América y Europa).



Fuente: Elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online  
 – Tissue & Hygiene Paper – Consumer Markets



En EEUU la TCAC acumulada entre 2017 y 2022 es del 2%, mientras que Fuera de EEUU es del 4,8% para el mismo período. Esto se debe principalmente al aumento poblacional esperado en Asia y siguiendo la tendencia de mayor consumo en Latino América.



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

- Tissue & Hygiene Paper - Consumer Markets

Dada la diferencia de crecimiento en cada región, se va a tener en cuenta para realizar la proyección de ingresos por ventas, la participación de cada una en los ingresos totales de Kimberly – Clark, para así poder obtener un valor esperado global.

**Cuadro 10: Participación por Sector Geográfico**

Período	2018	2019	2020	2021	2022	TCAC (2018-2022)
Participación de Ingresos (Total)						
Fuera EEUU	49,8%	49,8%	49,8%	49,8%	49,8%	49,8%
EEUU	50,2%	50,2%	50,2%	50,2%	50,2%	50,2%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

Como se mencionó anteriormente, se va a utilizar la información disponible para el período 2018 a 2022 respecto a los ingresos esperados y los volúmenes totales consumidos para los tres segmentos: Incontinencia y Productos Femeninos, Pañales y Papel Tissue (que incluye papel de cocina, pañuelos de papel y servilletas). A su vez, de la combinación de estas dos variables, se va a obtener el precio promedio de cada producto, ya que no es más que un valor implícito dado el volumen y el ingreso proyectados.

**Cuadro 11: Tasa de Crecimiento Estimada de Ventas**

Período	2018	2019	2020	2021	2022	TCAC (2018-2022)
Proyección Ingresos (Total)						
Fuera EEUU	5,1%	4,9%	4,8%	4,6%	4,7%	4,8%
EEUU	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%
<b>Total</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,40%</b>
Proyección Volumen (Total)						
Fuera EEUU	3,5%	3,3%	3,1%	3,0%	3,0%	3,2%
EEUU	1,4%	1,4%	1,4%	2,4%	2,6%	1,8%
<b>Total</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,50%</b>
Proyección Precio (Total)						
Fuera EEUU	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
EEUU	0,7%	0,7%	0,6%	-0,5%	-0,6%	0,2%
<b>Total</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,87%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Base de Datos Statista Online  
– Tissue & Hygiene Paper – Consumer Markets

Como se observa del Cuadro 11, la TCAC esperada de ingresos en 3,4%. Ahora bien, tiene sentido proyectar este crecimiento para KMB? Si analizamos los últimos 5 años de la empresa, se observa una tasa acumulada negativa, del -1,71% entre 2013 y 2017. Sin embargo, como vimos en la sección 3. Análisis Financiero, este valor es el crecimiento total, incluyendo las desconsolidaciones. Por lo tanto si se analiza el crecimiento orgánico se obtiene una TCAC del 3,25% para ese mismo período.

### *Costos fijos y variables*

En lo que respecta a los costos variables (costos de bienes vendidos) el principal factor, aunque no el único, es el costo de la materia prima utilizada en la producción. También influye el costo del material utilizado para empaquetar los productos y el costo de los servicios utilizados como ser electricidad, y agua que intervienen en el proceso. Dado que estas variables no dependen directamente de la empresa, sino de la realidad del país en el que está operando, el mercado y la presencia de competidores, se considera que su proyección está fuera del alcance de este trabajo.

Por lo tanto, para poder realizar la proyección de estos costos variables, se va a basar en un promedio de la proporción que representaron en los últimos años estos costos sobre el total de ventas de KMB.

Por el lado de los costos fijos, es decir los Costos Administrativos y de Ventas Generales, son los relacionados a la actividad de la empresa, logística y promoción de los productos, y otros gastos administrativos incurridos en el normal funcionamiento de la empresa. En los últimos años estos gastos representaron entre el 18% y 19% de las ventas.

### Cuadro 13: Proporción Costos sobre Ventas Histórica

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas Totales	19.467,0	19.561,0	19.724,0	18.591,0	18.202,0	18.259,0
Costos administrativos y de ventas generale	3.702	3.677	3.709	3.402	3.294	3.227
Costo de bienes vendidos	12.960	12.898	13.041	11.917	11.545	11.706
% Costos Variables/Ventas	67%	66%	66%	64%	63%	64%
% Costos Fijos/Ventas	19%	19%	19%	18%	18%	18%

*Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report*

Como se observa, en lo que respecta a los costos variables, la proporción se mantuvo entre el 64% y 67% con una clara tendencia decreciente. El promedio que surge de esto es 65% y es el valor que se va a utilizar en la proyección.

Por el lado de los costos fijos además se van a tener en cuenta los planes de reducción de costos anunciados ya que se espera que a partir de 2018 generen un impacto y se va a mantener la tendencia decreciente de los últimos años.

#### *Tasa impositiva*

Para este concepto también se va a basar la proyección en la información histórica. En los últimos años, la tasa efectiva fue del 31,4% y representaron un 26% del resultado operativo para 2017. Por su parte, el Gobierno de EEUU a fines de Diciembre 2017, anunció una política para reducir las tasas impositivas. De acuerdo a lo reportado por KMB, este cambio va a ser beneficioso para ellos, pero en el largo plazo ya que la adecuación al mismo les puede hacer incurrir en gastos extras, por lo que se va a utilizar una tasa del 23% en la proyección.

#### *Amortización y Depreciación*

Para este concepto primero se analizó la evolución de los últimos años de los Activos No Corrientes (Propiedad, Planta y Equipo, Activos Intangibles y Goodwill).

### Cuadro 14: Evolución Activos No Corrientes

Activos No Corrientes	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2022
Valores en Millones de USD							
Propiedad, Planta y Equipo	8.095	7.948	7.359	7.104	7.169	7.436	8.928
Activos Intangibles	1.852	1.240	980	866	838	928	1.545
Goodwill	3.337	3.181	1.628	1.446	1.480	1.576	2.158
<b>Total</b>	<b>13.284</b>	<b>12.369</b>	<b>9.967</b>	<b>9.416</b>	<b>9.487</b>	<b>9.940</b>	<b>11.086</b>
Tasa de Variación							
Propiedad, Planta y Equipo		-1,8%	-7,4%	-3,5%	0,9%	3,7%	3,7%
Activos Intangibles		-33,0%	-21,0%	-11,6%	-3,2%	10,7%	10,7%
Goodwill		-4,7%	-48,8%	-11,2%	2,4%	6,5%	6,5%
<b>Total</b>		<b>-6,9%</b>	<b>-19,4%</b>	<b>-5,5%</b>	<b>0,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

Como se analizó anteriormente y se observa en el cuadro 14, los últimos 5 años Kimberly – Clark atravesó por procesos de desconsolidaciones y spin-offs (en 2013 y 2014 por la compañía de salud y en 2015 por Venezuela). Dado esto, se va a utilizar las tasas de 2017 para proyectar los activos no corrientes.

En lo que respecta a la depreciación de Propiedad, Planta y Equipo y a la amortización de los bienes intangibles, se va a tomar el promedio de la proporción de los últimos 5 años sobre los respectivos activos no corrientes para proyectar.

### Cuadro 15: Amortización y Depreciación

Amortización y Depreciación	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2022
Valores en Millones de USD							
Depr. Propiedad, Planta y Equipo	857	863	862	746	705	724	940
Amortizac. Activos Intangibles	281	310	121	122	130	120	247
<b>Total</b>	<b>1.138</b>	<b>1.173</b>	<b>983</b>	<b>868</b>	<b>835</b>	<b>844</b>	<b>1.187</b>
Proporción sobre Activos no Corrientes							
%Propiedad, Planta y Equipo		10,9%	11,7%	10,5%	9,8%	9,7%	10,5%
%Activos Intangibles		25,0%	12,3%	14,1%	15,5%	12,9%	16,0%

Fuente: Elaboración propia en base a Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report

### *Inversiones de Capital (CAPEX)*

Para este ítem, al igual que en el punto anterior, se hizo la proyección en base al promedio de la proporción de este concepto sobre los Activos No Corrientes para los últimos años, resultando en una tasa del 8,4%.

### *Capital de Trabajo*

Por último, se estimó el Capital de Trabajo, es decir la resta entre los Activos Corrientes y los Pasivos Corrientes, en base a la tasa promedio de variación de cada uno de estos conceptos para los últimos años.

### *Tasa de Descuento*

La tasa calculada para el descuento de los flujos de fondos futuros se obtiene haciendo el promedio ponderado del costo de la deuda y el costo del capital. El WACC se calcula de la siguiente manera:

$$WACC = C_E * \frac{E}{V} + C_D * \frac{D}{V}$$

Donde,

$C_E$  y  $C_D$  son el Costo del Equity (o capital propio) y de la deuda respectivamente,

$\frac{E}{V}$  es el ratio del equity sobre la capitalización de mercado, y

$\frac{D}{V}$  es el ratio de deuda sobre la capitalización de mercado.

Como mencionamos en la sección 3 durante el análisis financiero, el capital reportado no es representativo de la situación de la empresa. Esto se debe a que en los últimos años fiscales fue utilizado para la recompra de acciones y así mantenerse dentro de la lista de los aristocráticos de dividendos. Es por esta razón que al momento del cálculo del WACC vamos a utilizar la capitalización de mercado y no el capital. Al 31 de Diciembre de 2017 la cotización de KMB fue USD 117,38 y tenía 378,6 millones de acciones emitidas. La capitalización de mercado resultante es de USD 44,4 mil millones.

En otras palabras, el WACC es la tasa de descuento que considera el riesgo de los flujos de fondos futuros al incorporar el retorno esperado de las dos principales fuentes de financiamiento de la empresa (accionistas y acreedores).

- Costo del Equity

Para medir el Capital Propio se va a basar el cálculo en el modelo CAPM (por sus siglas en inglés, Capital Asset Pricing Model) o Modelo de Valoración de Activos Financieros. Este modelo se usa para calcular el precio de un activo, asumiendo una relación lineal entre el riesgo y la rentabilidad de dicho activo.

$$C_E = R_f + \beta * [E(R_m) - R_f]$$

Donde,

$R_f$  es la tasa libre de riesgo, en general se toma la rentabilidad de un bono emitido por un gobierno ya que el riesgo de default sería mínimo para el período analizado,

$\beta$  mide la sensibilidad del activo ante el riesgo de mercado relacionado a las condiciones actuales de mercado y contexto económico, y

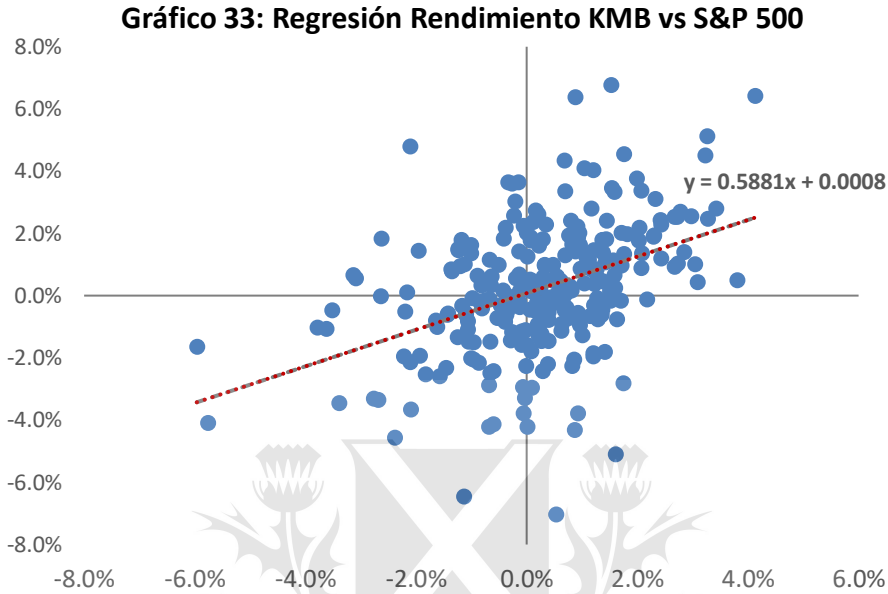
$E(R_m)$  es la tasa de rentabilidad esperada del mercado, por lo que  $[E(R_m) - R_f]$  representa el riesgo de mercado en el que cotiza la empresa.

Dado que KMB concentra más del 50% de sus operaciones en EEUU, se considera que no es necesario realizar un ajuste por prima de riesgo, lo cual es recomendable si la empresa opera mayormente en países emergentes.

A continuación vamos a analizar cada una de estas variables:

- Para la tasa libre de riesgo se va a utilizar la tasa de interés de las Notas del Tesoro de EEUU a diez años, de 2,4%.
- El beta se va a calcular en base al mercado. Se hizo una regresión lineal entre los rendimientos semanales de la acción de KMB y los rendimientos semanales

del índice S&P 500 (como benchmark) en los últimos 5 años. El valor obtenido es 0,59.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance

Si ajustamos este valor por el método de reversion a uno, donde el beta resultante es igual al 2/3 del beta más 1/3, obtenemos un beta de 0,73.

- Para el Rendimiento Esperado de Mercado se tomó el retorno anual de los últimos 50 años del índice S&P 500, que dio 9,84%.

**Cuadro 16: Costo del Equity**

<b>Costo del Equity</b>	<b>7,8%</b>
Tasa Libre de Riesgo	2,4%
Beta KMB	0,73
Prima de Riesgo de Mercado	7,4%

Fuente: Elaboración propia



- Costo de la deuda

Para esta variable se va a considerar la deuda a largo plazo de Kimberly – Clark, es decir bonos con maturity más de 20 años emitidos en USD<sup>31</sup>. Al tomar la proporción de la yield de estos bonos por la cantidad emitida, se obtuvo un valor de 4,33%.

### Cuadro 17: Costo de la Deuda

Costo de la Deuda	2,97%
Costo de la Deuda - sin impuestos	4,33%
Impuesto a las ganancias promedio	31%

Fuente: Elaboración propia

En base a lo analizado en esta sección, obtenemos un WACC de 7,18%.

### Cuadro 18: WACC

WACC	7,18%
Deuda / Capitalización	12,71%
Equity / Capitalización	87,29%

Fuente: Elaboración propia

### Valor Terminal

El cálculo del valor terminal se basa en el supuesto que Kimberly – Clark va a continuar existiendo más allá de los 5 años proyectados del flujo de fondos. En otras palabras, se toma el valor del flujo del último período (2022 en este estudio) y se lo proyecta a perpetuidad, que crecerá a una tasa constante.

$$Valor\ Terminal = FF_{2022} * \frac{(1 + g)}{WACC - g}$$

Donde,

<sup>31</sup> Sitio oficial MarketsInsider, <https://markets.businessinsider.com/bonds/finder?borrower=12437&maturity=&yield=&bondtype=&coupon=&currency=&rating=&country=> (último acceso Septiembre 2018)

$FF_{2022}$  es el Flujo de Fondos de 2022,

$g$  es la tasa de crecimiento asumida de acuerdo a la expectativa de inflación de las economías donde KMB está presente cuyo valor es de 2,5%, y

WACC es 7,18%, que es la tasa de descuento descrita en la sección anterior.

#### *Escenarios planteados para el Flujo de Fondos*

Se van a plantear 3 escenarios, manteniendo la tasa WACC constante:

- Escenario de Mercado: Se asume que las ventas de KMB evolucionan como el Mercado con una tasa de crecimiento de 3,40%.
- Escenario Pesimista: Consideramos un crecimiento de 0,9%, es decir una disminución de 2,5% del escenario de mercado.
- Escenario Optimista: Se adiciona al escenario de mercado 1,5% obteniendo una tasa de 4,9%

#### *Resultados de la Valuación – Escenario de Mercado*

Dados los supuestos analizados en esta sección, a continuación se muestra el resultado de la valuación obtenida.

### **Cuadro 19: Valuación – Escenario de Mercado**

<b>Valuación Kimberly - Clark (en Millones de USD)</b>	
Valor Presente Flujo de Fondos	14.008
Valor Presente del Valor Terminal	59.765
<b>Valor Firma</b>	<b>73.774</b>

*Fuente: Elaboración propia*

Si le restamos el valor de la deuda (tanto de largo plazo como corto plazo) que suma 7.425 millones de USD y sumarle el valor de caja y equivalentes al final del período 2017, se obtiene que el valor del capital accionario de KMB es 66.965 millones de USD, lo que da que al 31 de Diciembre de 2017 la acción debería haber valido 176,87 USD.

En el mercado el 29 de Diciembre de 2017 KMB valía USD 117,38 es decir que según el análisis fundamental la acción está sub-valorada. Esto está en línea con lo que se analizó a lo largo de este trabajo donde, dada la política de dividendos actual, los resultados no tan buenos como se esperaba, y una proyección de muchos cambios en el mercado, los analistas aconsejan mantener la acción o incluso venderla en el mediano plazo.

Además, considerando el valor firma obtenido, se realizó un análisis de sensibilidad con la tasa WACC y la tasa de crecimiento a perpetuidad (g), y así obtener un rango de valuación para la empresa.

**Cuadro 20: Análisis de Sensibilidad**

g	WACC				
66.965	6,68%	6,93%	7,18%	7,43%	7,68%
1,5%	62.213	59.368	56.400	53.683	51.186
2,0%	68.824	64.931	61.415	58.223	55.312
2,5%	76.509	71.751	66.965	63.683	60.234
3,0%	86.282	80.305	75.044	70.376	66.208
3,5%	99.128	91.353	84.635	78.773	73.612

*Fuente: Elaboración propia*

El cuadro 20 muestra los valores que podría alcanzar KMB si la tasa de crecimiento varía entre 1,5% y 3,5% y el WACC varía entre 6,7% y 7,7%.

## 6. Valuación por Múltiplos

Para poder valorar a KMB con esta metodología vamos a utilizar las compañías comparables que compiten en el mercado con Kimberly – Clark mencionadas en el gráfico 8 (The Procter & Gamble Co.(P&G), Unilever (UN), Rajesh Exports, Lóreal Group y Henkel), y los múltiplos que vamos a considerar para la valuación son EV (Enterprise Value)/EBITDA, EV/Ventas, P/E y ROE.

### Cuadro 21: Múltiplos

Empresa	EV/EBITDA	EV/Ventas	P/E	ROE
P&G	14,40	3,71	22,39	27,77
UN	14,13	2,79	21,74	40,38
RAJESH	4,91	0,04	14,39	23,32
LÓREAL	18,31	3,80	29,90	16,50
HENKEL	13,58	2,53	19,06	16,45

Fuente: Elaboración propia

En particular vamos a utilizar para este análisis los múltiplos de P&G y UN ya que las otras empresas pueden distorsionar la valuación por ser compañías basadas en otros países (India, Francia y Alemania respectivamente), cuya moneda no es USD, y por el rubro al que se dedican (en particular, cosméticos).

Para la valuación se va a utilizar el múltiplo EV/EBITDA. El valor del EBITDA de KMB al 31 de Diciembre 2017 calculado en base al FCF fue de USD 4.143 millones. Tomando como base la información de las compañías comparables, el valor promedio de este ratio fue de 14,3. A continuación se muestra la matriz utilizada para la valuación tomando un rango de EV/EBITDA entre 12 y 16.

### Cuadro 22: Matriz EV/EBITDA

EBITDA	12x	13x	14x	15x	16x
3.728,70	44.744,40	48.473,10	52.201,80	55.930,50	59.659,20
3.935,85	47.230,20	51.166,05	55.101,90	59.037,75	62.973,60
4.143,00	49.716,00	53.859,00	58.002,00	62.145,00	66.288,00
4.350,15	52.201,80	56.551,95	60.902,10	65.252,25	69.602,40
4.557,30	54.687,60	59.244,90	63.802,20	68.359,50	72.916,80

Fuente: Elaboración propia

En base a estos rangos establecidos, se puede obtener el valor del equity al restarle la deuda neta reportada. En otras palabras, al hacer  $EBITDA * EV/EBITDA - Deuda + Caja$  se obtiene el valor del capital accionario al 31 de Diciembre de 2017 que va entre USD 47.050

millones y USD 55.336 millones dado el valor del EBITDA y el rango entre 13 y 15 del múltiplo.

### Cuadro 23: Valuación por Múltiplos

KMB (Millones de USD)			
EV/EBITDA	13x	14x	15x
EBITDA KMB		\$ 4.143	
Valor Empresa	\$ 53.859	\$ 58.002	\$ 62.145
Deuda Financiera Neta		\$ 6.809	
Valor Equity	47.050,00	51.193,00	55.336,00

*Fuente: Elaboración propia*

Como se observa del cuadro 23, los resultados obtenidos por este método difieren del método de valuación de Flujo de Fondos Descatados (USD 66.965 millones en el escenario de mercado), aunque parecen ser más representativos de la percepción del mercado sobre la empresa. Al considerar los múltiplos de mercado, implícitamente se están incorporando las expectativas en la valuación. Si se dividen estos valores por la cantidad de acciones emitidas, da un precio de la acción entre USD 124,3 y USD 146,1 con un punto medio de USD 135,22. Estos valores son más cercanos al valor de USD 117,38 que cotizaba al 29 de Diciembre de 2017.

Finalmente se puede concluir que el mercado espera un escenario con tendencia pesimista, por todos los factores mencionados a lo largo de este trabajo, para la evolución de los próximos años, que claramente se refleja en la cotización actual.



## Escenario Pesimista: Flujo de Fondos

Kimberly - Clark (en Millones de USD)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Valor Terminal
Ventas Totales	\$ 19.467	\$ 19.561	\$ 19.724	\$ 18.591	\$ 18.202	\$ 18.259	\$ 18.423	\$ 18.588	\$ 18.754	\$ 18.922	\$ 19.092	
- Costos de Bienes Vendidos	\$ 12.960	\$ 12.898	\$ 13.041	\$ 11.917	\$ 11.545	\$ 11.706	\$ 11.799	\$ 11.904	\$ 12.011	\$ 12.119	\$ 12.227	
<b>Resultado Bruto</b>	<b>\$ 6.507</b>	<b>\$ 6.663</b>	<b>\$ 6.683</b>	<b>\$ 6.674</b>	<b>\$ 6.657</b>	<b>\$ 6.553</b>	<b>\$ 6.624</b>	<b>\$ 6.683</b>	<b>\$ 6.743</b>	<b>\$ 6.804</b>	<b>\$ 6.864</b>	
- Gastos de Ventas, Grales y Adm.	\$ 3.702	\$ 3.677	\$ 3.709	\$ 3.402	\$ 3.294	\$ 3.227	\$ 3.223	\$ 3.216	\$ 3.204	\$ 3.191	\$ 3.178	
+ Other Operating (Income)/Expense - Net	\$ -6	\$ -34	\$ -210	\$ 62	\$ 22	\$ 27	\$ 28	\$ 28	\$ 29	\$ 30	\$ 30	
<b>Resultado Operativo (EBIT)</b>	<b>\$ 2.811</b>	<b>\$ 3.020</b>	<b>\$ 3.184</b>	<b>\$ 3.210</b>	<b>\$ 3.341</b>	<b>\$ 3.299</b>	<b>\$ 3.374</b>	<b>\$ 3.439</b>	<b>\$ 3.510</b>	<b>\$ 3.583</b>	<b>\$ 3.656</b>	
- Impuesto a las ganancias	\$ 660	\$ 828	\$ 856	\$ 418	\$ 922	\$ 776	\$ 798	\$ 813	\$ 830	\$ 848	\$ 865	
+ Income (Loss) from Affiliates	\$ 177	\$ 205	\$ 146	\$ 149	\$ 132	\$ 104	\$ 82	\$ 65	\$ 51	\$ 41	\$ 32	
+ Minority Interest	\$ -78	\$ -79	\$ -69	\$ -53	\$ -53	\$ -41	\$ -32	\$ -24	\$ -19	\$ -14	\$ -11	
+ Depreciacion & Amortización	\$ 1.138	\$ 1.173	\$ 983	\$ 868	\$ 835	\$ 844	\$ 976	\$ 1.024	\$ 1.075	\$ 1.129	\$ 1.187	
- CAPEX	\$ 1.184	\$ 844	\$ 770	\$ 1.050	\$ 732	\$ 851	\$ 918	\$ 831	\$ 838	\$ 846	\$ 853	
- Δ Capital de Trabajo	\$ -388	\$ 204	\$ -1.369	\$ -256	\$ 192	\$ 84	\$ -191	\$ -181	\$ -172	\$ -163	\$ -154	
<b>Flujo de Fondos</b>	<b>\$ 2.592</b>	<b>\$ 2.443</b>	<b>\$ 3.987</b>	<b>\$ 2.962</b>	<b>\$ 2.409</b>	<b>\$ 2.495</b>	<b>\$ 2.875</b>	<b>\$ 3.040</b>	<b>\$ 3.120</b>	<b>\$ 3.208</b>	<b>\$ 3.300</b>	<b>\$ 71.636</b>
Tasa de Crecimiento Perpetua												2,5%
Tasa Descuento: WACC (US\$ nominal)							7,18%	7,18%	7,18%	7,18%	7,18%	7,18%
<b>Valor Presente</b>							<b>\$ 2.682</b>	<b>\$ 2.646</b>	<b>\$ 2.534</b>	<b>\$ 2.430</b>	<b>\$ 2.333</b>	<b>\$ 50.642</b>
<b>Valor Firma</b>							<b>\$ 63.267</b>					
- Valor Deuda Financiera (31 Dic. 2017)							\$ 7.425					
+ Caja y Equivalentes (31 Dic. 2017)							\$ 616					
<b>Valor Capital Accionario</b>							<b>\$ 56.458</b>					





## 8. Bibliografía

### Libros

- Bruns, William. *Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis*. Harvard Business School, 2004.
- Damodaran, Aswath. *Corporate Finance: Theory and Practice*. 2001.
- Damodaran, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Hoboken (NJ): John Wiley & Sons, Inc, 2006.

### Vínculos Internet

- Base de Datos Statista On-line, <https://es-statista-com.eza.udesa.edu.ar/>.
- Sitio Deloitte, <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/consumer-business/articles/consumer-products-industry-outlook.html>.
- Sitio Federal Reserve, <https://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H15&series=b17364827e38702b42a58cf8eaa3f78&from=&to=&lastObs=&filetype=csv&label=include&layout=seriescolumn&type=package>.
- Sitio Forbes, <https://www.forbes.com/sites/brettowens/2015/09/09/why-kimberly-clark-is-a-washed-up-dividend-aristocrat/#116bdbf53740>.
- Sitio Kimberly – Clark, <https://www.kimberly-clark.com/en-us/investors/annual-reports>.
- Sitio MarketsInsider, <https://markets.businessinsider.com/bonds/finder?borrower=12437&maturity=&yield=&bondtype=&coupon=&currency=&rating=&country=>.
- Sitio Morningstar, <https://www.morningstar.com/stocks/xnys/kmb/quote.html>
- Sitio MSCI, <https://www.msci.com/gics>.
- Sitio Select USA, <https://www.selectusa.gov/consumer-goods-industry-united-states>.
- Sitio Snipp, <http://www.snipp.com/blog/2017-08-14/industry-trends-2017-cpg-personal-care/>.
- Sitio Stock Analysis, <https://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Kimberly-Clark-Corp>.
- Sitio Yahoo Finance, <https://finance.yahoo.com/quote/KMB?p=KMB>.

### Reportes

- Kimeberly – Clark Corporation, 2011 Annual Report.
- Kimeberly – Clark Corporation, 2012 Annual Report.
- Kimeberly – Clark Corporation, 2013 Annual Report.
- Kimeberly – Clark Corporation, 2014 Annual Report.
- Kimeberly – Clark Corporation, 2015 Annual Report.
- Kimeberly – Clark Corporation, 2016 Annual Report.
- Kimeberly – Clark Corporation, 2017 Annual Report.
- Statista Consumer Market Outlook – Segment Report. *Tissue and Hygiene Report 2017 – Baby Diapers.*
- Statista Consumer Market Outlook – Segment Report. *Tissue and Hygiene Report 2017 – Femenine Hygiene.*
- Statista Consumer Market Outlook – Segment Report. *Tissue and Hygiene Report 2017 – Incontinence.*
- Statista Consumer Market Outlook – Segment Report. *Tissue and Hygiene Report 2017 – Household Paper.*
- Statista Consumer Market Outlook – Segment Report. *Tissue and Hygiene Report 2017 – Paper Tissues.*
- Statista Consumer Market Outlook – Segment Report. *Tissue and Hygiene Report 2017 – Toilet Paper.*
- S&P Dow Jones Indices. *Side-by-Side Sectors. A Reference Guide.*
- Zacks Investment Reaserch, *Kimberly – Clark Corporation.*