



**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Negocios**

**Maestría en Finanzas**

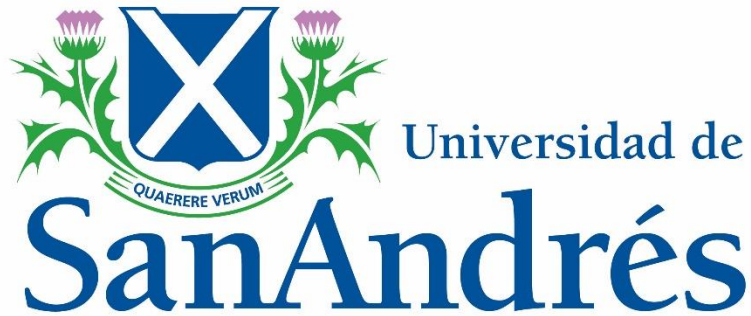
***Valuación del Capital Accionario de Colgate-Palmolive Company***

**Autor: Lucas Emiliano Reyna**

**DNI: 32925170**

**Director de Tesis: Javier Epstein**

**Buenos Aires, Julio de 2018**



**Universidad De San Andres**

**Departamento De Finanzas**

**Maestría En Finanzas**

***Valuación del Capital Accionario de Colgate-Palmolive Company***

**Autor: Lucas Emiliano Reyna**

**Dni: 32.925.170**

**Director De Tesis: Javier Epstein**

**Buenos Aires, Argentina - Julio De 2018**

## Resumen ejecutivo

El presente trabajo tiene como objetivo realizar el ejercicio de valuación del capital accionario de la empresa Colgate-Palmolive Co. (NYSE:CL). A lo largo del informe, se realiza un análisis de la compañía desde el punto de vista operativo, económico y financiero, así como de las industrias en las cuales opera la empresa.

En primer lugar, se describe el negocio de la compañía, los distintos segmentos de operaciones y la organización operativa. A continuación, se realiza un análisis de la industria y el posicionamiento de Colgate-Palmolive Co. dentro de la misma.

En tercer lugar, se presenta un análisis financiero de compañía, dónde se estudian las ventas, las rentabilidad, y otros indicadores relevantes. Se incluye además una comparación con los principales competidores de industria.

Seguidamente, se realiza el ejercicio de valuación del capital accionario de Colgate Palmolive Co. En este punto, se utiliza el método de Flujos de Fondos Descontados (DCF) para obtener el valor de la empresa (EV) y a partir del cual, sustrayendo la deuda y sumando la caja, se llega al valor del capital accionario (E). El valor obtenido en este ejercicio es 66.285 millones de dólares o 74,66 dólares por acción. Asimismo, se agrega un análisis de tres escenarios (optimista, base y pesimista).

Finalmente, se realiza un ejercicio de valuación relativa, utilizándose como múltiplo de comparación entre los pares de mercado el ratio EV/EBITDA<sup>1</sup>. Utilizando la mediana del ratio de los pares de la industria el precio resultante es de 63,38 dólares por acción.

---

<sup>1</sup> EBITDA: Ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

## Contenido

1. Descripción de la compañía .....	4
1.1 Descripción del Negocio .....	4
1.2 Historia de la Empresa .....	7
1.3 Segmentos de Negocio .....	7
1.3.1 Cuidado Dental .....	9
1.3.2 Cuidado Personal .....	10
1.3.3 Limpieza del Hogar .....	10
1.3.4 Alimentación para Mascotas .....	11
1.4 Organización Geográfica .....	11
1.4.1 Instalaciones de la compañía .....	12
1.5 Evolución histórica del Precio de Mercado .....	13
2. 2. Análisis de la Industria .....	17
2.1 Belleza y Cuidado Personal .....	17
2.2 Cuidado Bucal .....	18
2.3 Cuidado del Hogar .....	20
2.4 Nutrición para Mascotas .....	22
2.5 Posicionamiento de Colgate en la Industria de Cuidado Bucal .....	25
3. 3. Análisis Financiero .....	27
3.1 Evolución de las ventas de Colgate .....	27
3.2 Análisis de los Rentabilidad .....	29
3.3 Gestión del Capital de Trabajo .....	35
3.4 Estructura de Capital .....	37
3.5 Análisis de los Flujos de Fondos .....	39
3.6 Análisis de Ratios de Colgate vs. Empresas comparables .....	43
4. 4. Valuación de Colgate-Palmolive por el método de Flujos de Fondos Descontados .....	45
4.1 Estimación de los flujos de caja libre para Colgate .....	48
4.1.1 Estimación de las ventas netas .....	49
4.1.2 Estimación de los costos de ventas y margen bruto .....	51
4.1.3 Estimación de los gastos de ventas, generales y administrativos y otros gastos netos ..	53
4.1.4 Estimación de Inversiones de Capital (CapEx) y Depreciaciones .....	53

4.1.5 Estimación del Capital de Trabajo .....	54
4.2 Estimación del Costo de Capital .....	54
4.2.1 Costo de la Deuda (kd) .....	55
4.2.2 Costo del Capital Propio (ke) .....	57
4.2.3 Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC).....	60
4.3 Cálculo del Valor Terminal .....	61
4.4 Resultado de la Valuación por Flujo de Fondos Descontados .....	62
5. 5. Valuación de Colgate por Múltiplos .....	64
5.1 Ratio de comparación .....	65
5.2 Empresas seleccionadas .....	65
5.3 Resultado de la Valuación por Múltiplo .....	68
6. Tablas y Cuadros Anexos.....	69
7. Referencias Bibliográficas .....	72



Universidad de  
**San Andrés**

# 1. Descripción de la compañía

Colgate-Palmolive Company (“CL” o “Colgate” en adelante) es una compañía multinacional con base en Nueva York (EE.UU.) que opera en cuatro segmentos de negocios: cuidado dental, cuidado personal, cuidado del hogar, y alimentación para mascotas.

En 2017 los ingresos anuales de la compañía superaron los 15.400 millones de dólares, generando una ganancia operativa de 3.708 millones de dólares y una ganancia neta de 2.024 millones de dólares.

Con más de 200 años de historia, Colgate cuenta con aproximadamente 36.700 empleados que atienden a consumidores en más de 200 países.

## 1.1 Descripción del Negocio

Colgate-Palmolive es una empresa líder en bienes de consumo, cuyos productos son colocados en más de doscientos países alrededor del mundo. Sus productos incluyen pasta y cepillos de dientes, champús, desodorantes, jabones en barra y líquidos, jabón de lavandería y nutrición para mascotas.

En 2017 la ventas de la compañía alcanzaron los 15.454 millones de dólares, lo que significó un crecimiento de 1,7% respecto 2016. El Gráfico 1 muestra el desempeño de las ventas de Colgate en el período 2013-2017. Como puede observarse la tasa de crecimiento compuesto promedio anual (CAGR<sup>2</sup>) por sus siglas en inglés) de las ventas netas fue de -2,95% (negativo).

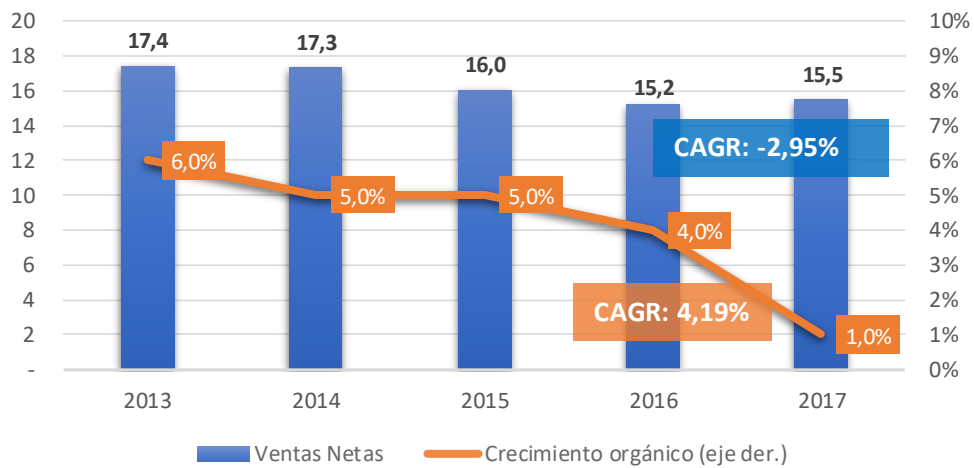
No obstante, este resultado se encuentra afectado por variables ajenas a la operatoria de la empresa. Por esta razón en el mismo Gráfico se muestra el crecimiento orgánico<sup>3</sup> que refleja las ventas netas excluidos el impacto del tipo de cambio, adquisiciones, desinversiones y desconsolidaciones. Tal como se aprecia, el crecimiento orgánico para el período 2013-2017 fue de 4,19%.

---

<sup>2</sup> CAGR (por Compound Annual Growth Rate): Es la tasa promedio anual de crecimiento compuesto.

<sup>3</sup> El crecimiento orgánico de ventas es una medida no incluida en los principios de contabilidad generalmente aceptados (GAAP por sus siglas en inglés), usados por las compañías de los Estados Unidos o que cotizan en Wall Street.

**Gráfico 1. Ventas Netas y Crecimiento Orgánico  
(en miles de millones de dólares y en variación %)**



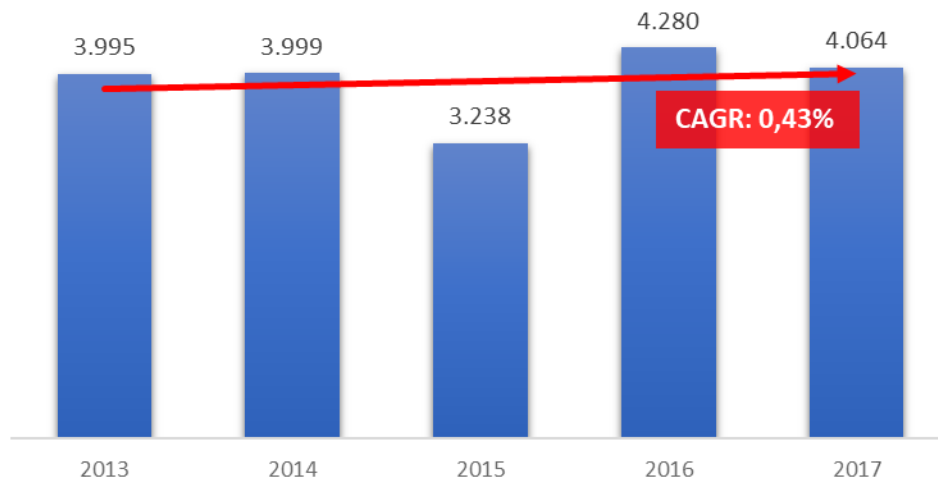
*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017, 2015, 2013.*

Cabe destacar que las ventas de la compañía a Walmart Stores, Inc. y sus afiliadas representan aproximadamente el 11% de las ventas netas para 2017. Ningún otro cliente concentra más del 10% de las ventas.

Asimismo, la ganancia operativa antes de intereses, impuestos y amortizaciones (EBITDA<sup>4</sup> de ahora en adelante por sus siglas en inglés) fue de 4.064 millones de dólares en 2017. El Gráfico 2 muestra la evolución del EBITDA para el período 2013-2017, período para el cuál el CAGR fue de 0,43%.

<sup>4</sup> EBITDA: Earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations.

**Gráfico 2. EBITDA  
(en millones de dólares)**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017, 2015, 2013.*

Colgate comercializa sus productos en forma directa a través de los equipos de ventas de subsidiarias o unidades de negocios y a través de distribuidores o intermediarios.

Los productos de cuidado personal, dental y limpieza son distribuidos a clientes y distribuidores minoristas y mayoristas, mientras que los productos de alimentación para mascotas se venden a comercios minoristas y veterinarias autorizadas para la venta de alimento.

Además de los canales mencionados, la empresa utiliza plataformas de comercio electrónico y revendedores.

Por su parte, los proveedores de la empresa se encuentran atomizados, ningún proveedor de materia prima o empaque representa una porción significativa de los costos.

Cabe destacar que los productos que elabora Colgate son colocados en mercados globales de un alto grado de competencia. Este fenómeno se ha intensificado con la creciente presencia de comercio electrónico y grandes comercios minoristas. Además, algunos de los competidores tienen mayores recursos que la compañía, mientras que, en los mercados emergentes, los competidores locales aumentan el grado de competencia.



## 1.2 Historia de la Empresa

En 1806 William Colgate emprendió un pequeño negocio de almidón, jabón y velas en la ciudad de Nueva York – siendo una de las primeras empresas en utilizar publicidad en periódico en 1817. Hacia 1820 Colgate establecía una fábrica de almidón en Nueva Jersey, y en la década de 1840 empezó a comercializar jabones de tamaños y fragancias estándar.

Tras la muerte de William en 1857, su hijo Samuel reorganizó la empresa como Colgate & Company. En 1866 Colgate introduce los jabones y esencias perfumados. Recién en 1896, Colgate comienza a producir pasta dental en tubos plegables.

En 1908, los cinco hijos de Samuel se hacen cargo de Colgate y para 1911 la empresa distribuía dos millones de pasta dental y cepillos dentales. En 1914 Colgate establece su primera subsidiaria internacional en Canadá y en 1920 comienza sus operaciones en Europa, Asia, América Latina y África.

Paralelamente, en 1864 Burdett.J. Johnson abre una fábrica de jabones en Milwaukee que luego en 1898 introduciría el jabón Palmolive. Por otra parte, en 1872 los hermanos Peet establecen una fábrica de jabón en Kansas. En 1926, Palmolive y Peet se constituyen en Palmolive-Peet Company.

En 1928 Colgate se fusiona con Palmolive-Peet para convertirse en Colgate-Palmolive-Peet Company y el 13 de marzo de 1930 es listada en la Bolsa de Valores de Nueva York. En 1953 la compañía adopta el nombre definitivo de Colgate-Palmolive Company.

En 1976 Colgate-Palmolive compra Hill's Pet Nutrition, una compañía creada en 1907 por Burton Hill en Kansas que inicialmente prestaba servicios de desecho de animales muertos y heridos y hacia 1930 la compañía producía alimentos para animales que exportaba a los países bajos. En 1948, el Dr. Mark L. Morris contactó a la compañía para producir alimentos para caninos. Actualmente es líder global en alimentación para mascotas y consejos veterinarios.

En 1989, las ventas de la compañía superaban los 5 mil millones de dólares estadounidenses.

## 1.3 Segmentos de Negocio

La compañía se focaliza en cuatro categorías de negocios: Cuidado Dental, Cuidado Personal, Limpieza del Hogar y Nutrición para Mascotas.

El Gráfico 3 muestra la naturaleza de las operaciones de Colgate en 2017. Tal como puede observarse el rubro de Cuidado Bucal es el más importante, cuyas ventas alcanzaron los 7.418 millones de dólares en 2017, explicando el 48% de las ventas de la compañía. En el Gráfico 4 se muestran las ventas según el segmento de negocio en porcentaje de las ventas totales de la compañía.

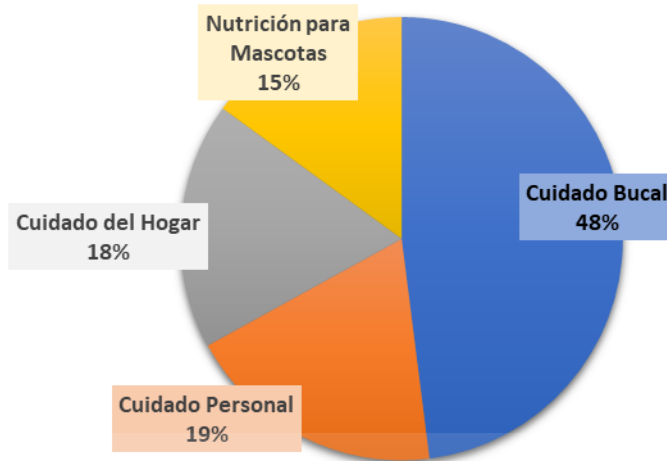
Por su parte, los segmentos de cuidado bucal, personal y del hogar explican el 85% de las ventas, mientras que la unidad de nutrición para mascotas explica el 15% restante.

**Gráfico 3. Ventas s/ Segmento de Negocio en 2017  
(en millones de dólares)**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017.*

**Gráfico 4. Segmentos de Negocio en 2017  
(en porcentaje de ventas)**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017.*

### 1.3.1 Cuidado Dental

Este es el segmento principal de la compañía y representa el 48% de los ingresos. Colgate es líder global en el cuidado dental y ocupa el primer lugar en ventas de pasta de dientes y cepillos dentales alrededor del mundo, y el segundo lugar en ventas de enjuague bucal. Sus marcas abarcan los siguientes productos:

- a) Pasta de dientes: Colgate Total, Colgate Maximum Cavity Protection plus Sugar Acid Neutralizer, Colgate Triple Action, Darlie Double Action, Colgate Max Fresh, Colgate Optic White and Colgate Whitening
- b) Cepillos dentales manuales: Colgate 360°, Colgate Extra Clean and Colgate Slim Soft manual toothbrushes and Colgate
- c) Enjuagues bucales: Colgate Plax, meridol y Colgate Total



### 1.3.2 Cuidado Personal

Colgate es líder en diversos productos de cuidado personal y se ubica como el mayor vendedor de jabón líquido de mano que comercializa a través de sus marcas: Softsoap, Palmolive y Protex. Es además el segundo vendedor a nivel mundial de gel de limpieza corporal – Palmolive, Sanex y Softsoap - y jabón de tocador en barra – Palmolive, Protex e Irish Spring. Otros productos de este segmento incluyen desodorantes y antes transpirantes bajo las marcas Speed Stick, Lady Speed Stick y Sanex. Además, fuera de EE.UU., comercializa shampoos y acondicionadores Palmolive y Caprice.



### 1.3.3 Limpieza del Hogar

Colgate es el segundo mayor vendedor a nivel mundial de suavizante para ropa bajo marcas líderes como Suavitel en Latinoamérica, Soupline en Europa y Cuddly en el Pacífico Sur. También ocupa el mismo puesto en detergente para platos a través de Palmolive y Ajax. Entre sus productos se destacan además los limpiadores de hogares Fabuloso, Murphy's Oil Soap y Ajax.



#### 1.3.4 Alimentación para Mascotas

A través de Hills's Pet Nutrition, Colgate es un líder mundial en productos de alimentación especial para perros y gatos con presencia en más de 80 países. Este segmento es comercializado a través de tres marcas principales: Hill's Science Diet, Hill's Prescription Diet (productos terapéuticos para tratar enfermedades) y Hill's Ideal Balance (productos elaborados con ingredientes naturales). Hill's representa el 15% de las ventas netas de la compañía para 2017.

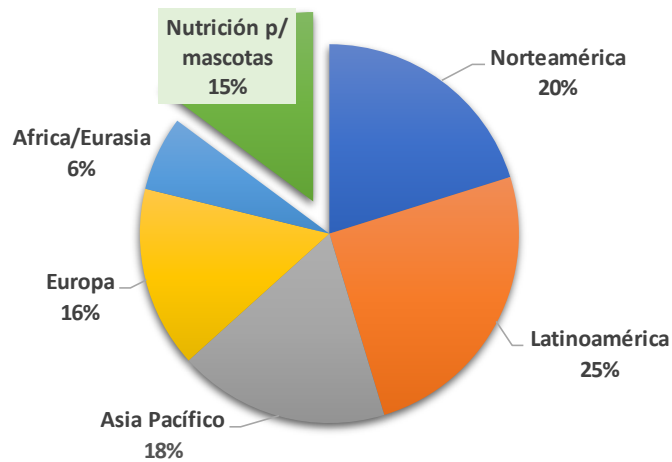


#### 1.4 Organización Geográfica

Colgate es una compañía con presencia global que compete en más de 200 países. Las operaciones están organizadas por áreas geográficas, donde los equipos de management son responsables de los resultados operativos y financieros de cada región.

El negocio de cuidado bucal, personal y del hogar está segmentado geográficamente en 5 regiones, donde los productos son colocados a través de clientes minoristas y mayoristas y distribuidores, tal como se describe en el Gráfico 5 a continuación:

### Gráfico 5. Ventas Netas por División Regional - 2017



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017.

Cabe destacar que el 75% de las ventas netas son generadas fuera de los EE. UU., y aproximadamente 50% en mercados emergentes. Por lo tanto, la compañía posee una diversificación geográfica que ayuda a reducir la exposición de la compañía a los riesgos de un país o región individual.

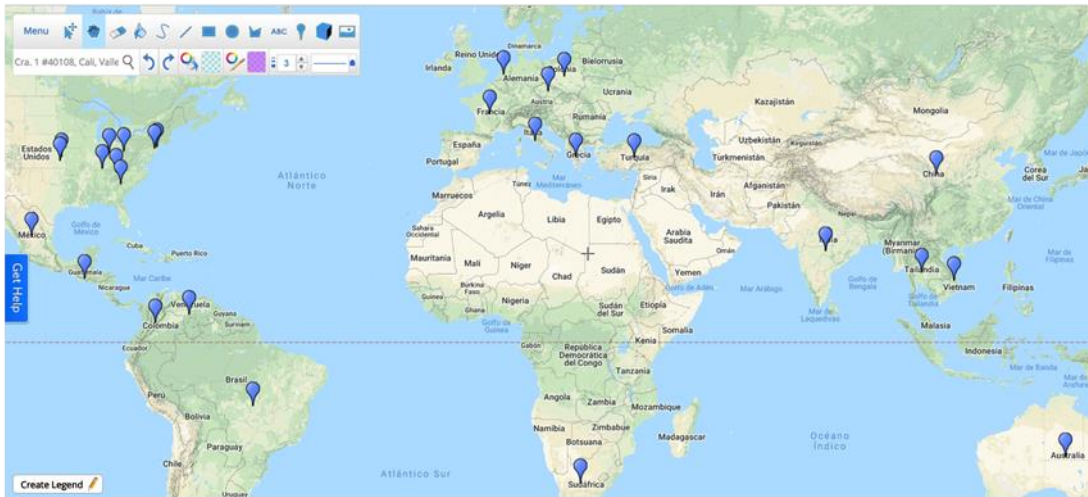
#### 1.4.1 Instalaciones de la compañía

La compañía posee o alquila aproximadamente 320 propiedades que incluyen fabricación, distribución, investigación y oficinas. Las oficinas centrales se encuentran en una propiedad alquilada en Park Avenue 300, Nueva York. En la Tabla 1 a continuación, se detalla la ubicación y propiedad de las instalaciones de Colgate.

Tabla 1. Propiedades de la Compañía			
Ubicación	Propias	Alquiladas	Total
EE.UU.	14	56	70
Resto del Mundo	68	182	250
<b>Total</b>	<b>82</b>	<b>238</b>	<b>320</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017.

**Mapa 1. Instalaciones de Colgate alrededor del Mundo**



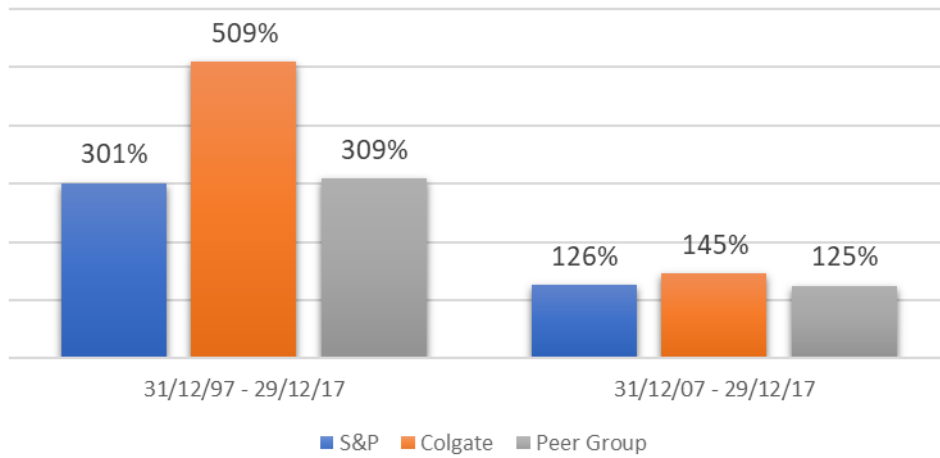
*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017.*

## 1.5 Evolución histórica del Precio de Mercado

Colgate-Palmolive Company está listada públicamente en el Mercado de Valores de Nueva York (NYSE) bajo el código "CL". Colgate es una de las 500 empresas que componen el índice S&P 500 (SPX).

En los últimos 20 años, CL ha proporcionado a sus accionistas un retorno total (variación de precio y pago de dividendos) del 509%, por encima del rendimiento de sus pares (+309%) y del índice SP500 (+301%) – ver Gráfico 6 a continuación -. Asimismo, si se computan los últimos 10 años, el rendimiento generado por CL es de +145%, vs +125% de sus pares y 126% del SP500 (Gráfico 6).

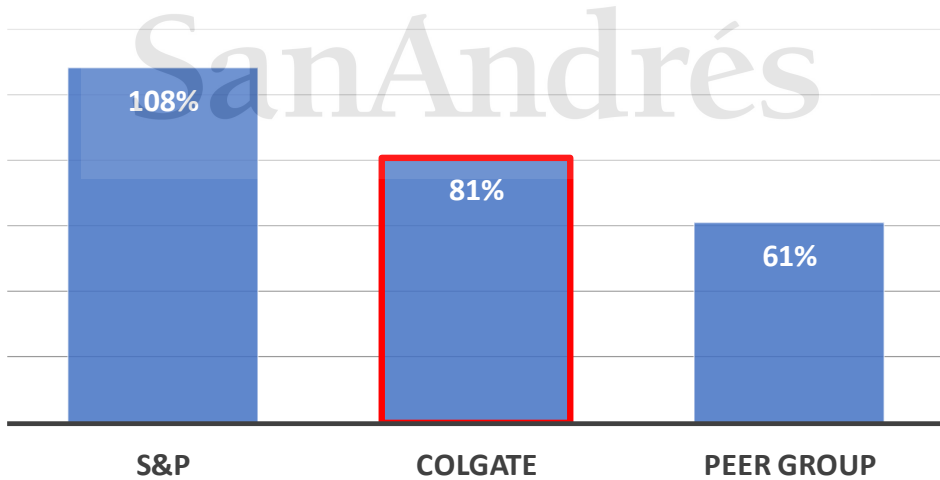
**Gráfico 6. Retorno Total Comparado  
(período de 10 años y 20 años)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, CP Investor Presentation

Sin embargo, si sólo se consideran los últimos 5 años, el retorno de CL +61% se ubica por debajo del de sus competidores +81% y del índice SP500 +108% (ver Gráfico 7).

**Gráfico 7. Retorno Total Comparado en 5 años  
31/12/97 - 29/12/17**

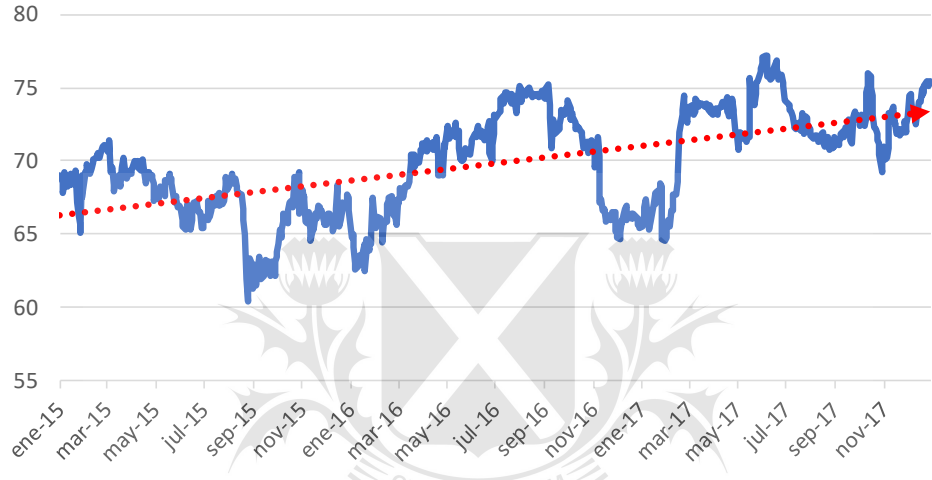


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, CP Investor Presentation



Al 31 de diciembre de 2017, la acción de Colgate (CL) cerró en un precio de 75,35 dólares por acción, a tan sólo 2,36% del máximo histórico (en base cierre) alcanzado a principios de mayo 2017 tal como se observa en el Gráfico 8.

**Gráfico 8. Precio de la acción de CL  
(dólares por acción)**

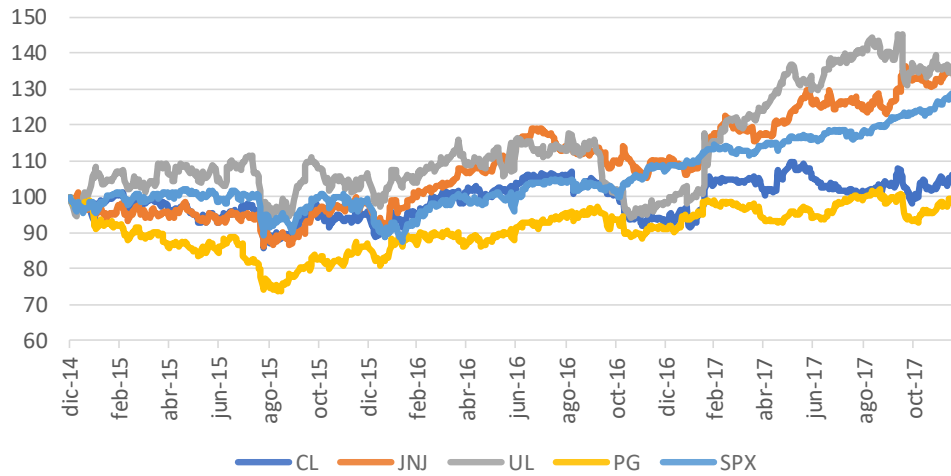


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance.

Si bien algunos medios especializados en finanzas atribuyen la fortaleza del precio de Colgate a partir mayo de 2017 a rumores sobre una posible venta de Colgate a Unilever<sup>5</sup>, el comportamiento en relación con los principales competidores y con el índice S&P500 (SPX) ha sido mediocre. Como puede observarse en el Gráfico 9, el desempeño del Colgate se ubicó por debajo del índice de mercado (SPX), Unilever (UL) y Johnson & Johnson (JNJ), superando solamente a Procter & Gamble (PG).

<sup>5</sup> Fuente: <https://nypost.com/2017/05/16/colgate-palmolive-could-be-looking-to-sell/>

**Gráfico 9. Evolución precio Colgate y activos seleccionados  
(base 100=31/12/2014)**



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

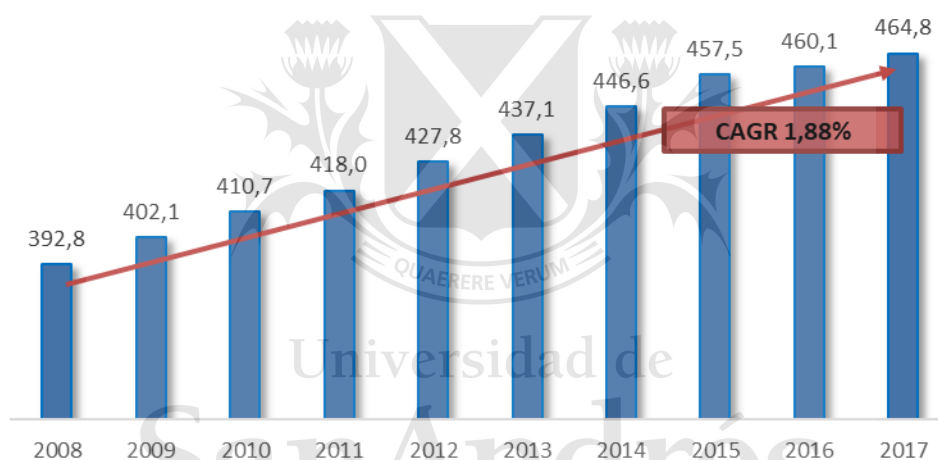


## 2. Análisis de la Industria

### 2.1 Belleza y Cuidado Personal

La industria de Belleza y Cuidado Personal (BCP en adelante) global tiene un tamaño USD 464.835 millones (de dólares)<sup>6</sup>. Como puede observarse en el Gráfico 10, el crecimiento compuesto promedio anual (CAGR por sus siglas en inglés) de la industria para el período 2008-2017 fue de 1.88%. No obstante, entre los años los años 2015 y 2017 se observa una fuerte desaceleración a un ritmo de 0,8% anual.

**Gráfico 10. Industria Belleza y Cuidado Personal  
(en miles de millones de usd)**

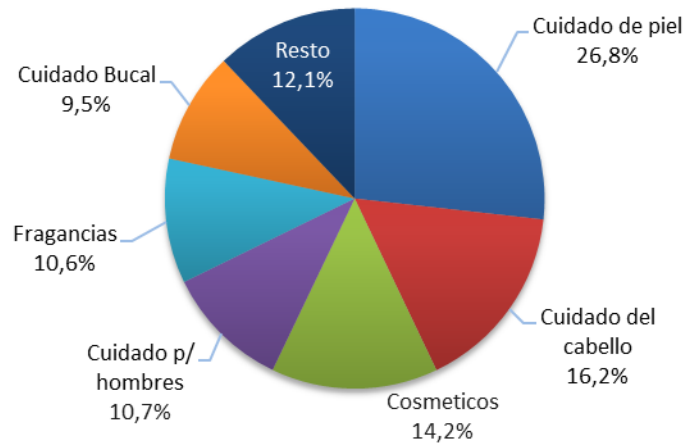


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International

Los rubros más significativos de la industria según su participación en las ventas para el año 2017 se muestra en el Gráfico 9. Los productos para el cuidado de la piel lideran la industria una ponderación del 26,8%, seguido por cuidado del cabello (16,2%) y los cosméticos (14,2%). Las fragancias y el cuidado para hombres explican el 10,7% y 10,6% respectivamente.

<sup>6</sup> El tamaño de la industria se calcula sobre la base de precios minoristas en dólares utilizando tipo de cambio fijo y precios constantes. El último año disponible se utiliza como base de referencia para el tipo de cambio.

**Gráfico 11. Composición Industria BCP en 2017  
(en % de ventas)**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International*

Las empresas líderes a nivel mundial según las ventas de la industria BCP en 2017 se muestran en la tabla 2 a continuación. L’Oreal es la empresa de mayor nivel de ventas a nivel global dedicada 100% a la industria de BCP. Johnson & Johnson, por el contrario, siendo la compañía de mayor tamaño concentra sólo un 13% de sus ventas en el sector.

Tabla 2. Ventas en Millones de Dólares		
Descripción	Ventas globales (en millones de usd)	% sobre Ventas de la Compañía
L’Oreal	27.578	100,0%
Unilever	22.327	38,3%
Procter & Gamble	18.071	27,8%
Estee Lauder	11.824	100,0%
Colgate-Palmolive Co.	10.181	67,0%
Johnson & Johnson	9.330	13,0%
Kimberly-Clark Corp	9.046	49,7%
Coty Inc	7.650	100,0%

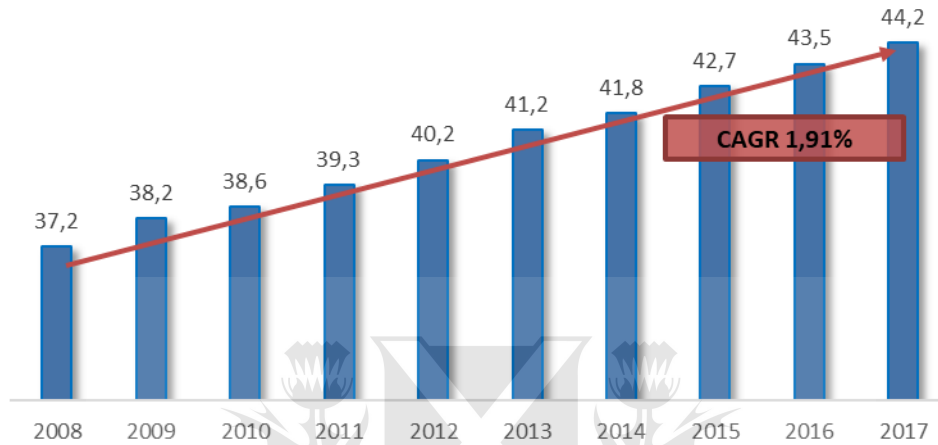
*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International*

## 2.2 Cuidado Bucal

En 2017, la industria de Cuidado Bucal representa el 9,5% de la industria de BCP con un tamaño de fue de 44.183 millones de dólares. El crecimiento promedio de la industria para el período 2008-

2017 fue de 1,91% (ver Gráfico 12). Durante el período 2015-2017 el crecimiento anual fue de 1,7%, duplicando el ritmo exhibido por la industria de BCP.

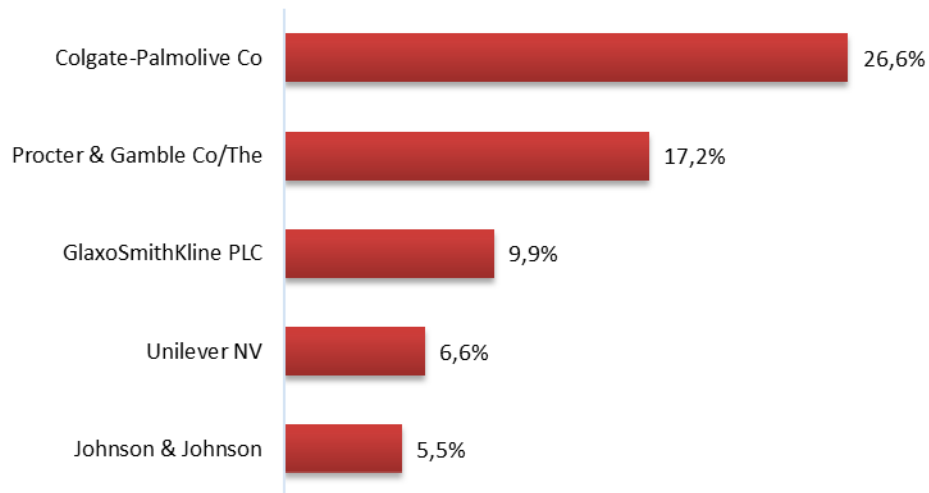
**Gráfico 12. Industria de Cuidado Bucal  
(en miles de millones de usd)**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International*

Tal como se mencionó previamente este segmento de la industria constituye el foco principal en el negocio de Colgate, siendo además líder de mercado. Como puede observarse en el Gráfico 13, Colgate posee el 26,6% de la cuota de mercado para 2017, seguido por Procter & Gamble con el 17,2%.

**Gráfico 13. Cuota de Mercado 2017**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International*

Asimismo, si se considera la marca individual de cada compañía, Colgate (de Colgate-Palmolive) lidera el mercado con el 15,4% de cuota seguido por Oral B y Crest (ambos de Procter & Gamble).

**Tabla 3. Cuota de Mercado por Marca**

Marca	Empresa	Cuota de Mercado
Colgate	Colgate-Palmolive	15,4%
Oral-B (PG US)	Procter & Gamble	8,9%
Crest	Procter & Gamble	5,9%
Sensodyne	GlaxoSmithKline PLC	4,8%
Listerine	Johnson & Johnson	4,5%
Signal	Unilever NV	3,2%
Colgate Total	Colgate-Palmolive	2,3%
Darlie	Colgate-Palmolive	2,1%
Close-Up	Unilever NV	1,8%
Aquafresh	GlaxoSmithKline PLC	1,6%

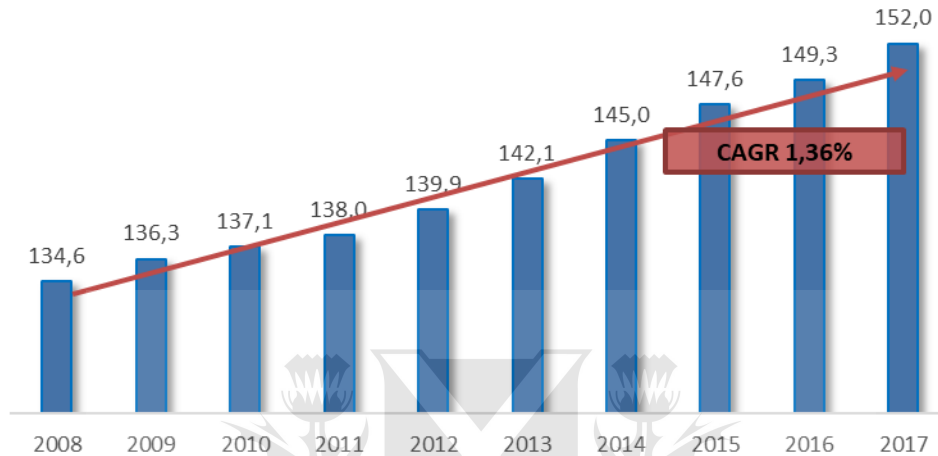
*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International*

### 2.3 Cuidado del Hogar

Globalmente, la industria del cuidado del hogar tiene un tamaño de 152.000 millones de dólares. En el periodo 2008-2017 presentó un crecimiento promedio anual de 1,36% - ver Gráfico 14. Si bien

este crecimiento fue menor al de la Industria BCP, en el periodo 2015-2017 mostró un mayor dinamismo creciendo a un ritmo de 1,5% (vs 0,8% de la industria de BCP).

**Gráfico 14. Industria de Cuidado del Hogar  
(en miles de millones de usd)**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International*

Los rubros más significativos de la industria según su participación en las ventas para el año 2017 se muestra en el Gráfico 15. Los productos para el lavado de ropa piel constituye el rubro principal que representa cerca del 53% de las ventas totales, seguido por cuidado del superficies (13,9%) y lavado para vajilla (11,2%). Los aromatizantes y los insecticidas domésticos explican el 7,7% y 5,9% respectivamente.

**Gráfico 15. Composición de la Industria en 2017  
(en % de ventas)**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International*

La empresas líderes a nivel mundial según las ventas de la industria BCP en 2017 se muestran en la tabla 4 a continuación. Procter & Gamble es la empresa de mayor nivel de ventas a nivel global seguida por Unilever. Colgate ocupa el sexto lugar con ventas por encima de los 2.700 millones de dólares.

Tabla 4. Ventas en Millones de Dólares		
Descripción	Ventas globales (en millones de usd)	% sobre Ventas de la Compañía
Procter & Gamble	20.717	31,8%
Unilever	11.946	19,7%
Henkel AG & Co.	7.514	33,2%
Clorox	4.973	83,3%
Kao Corp	2.994	22,5%
Colgate-Palmolive Co	2.735	18,0%
Reckitt Benckiser	2.397	16,2%
Lion Corp	1.893	50,0%

*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International*

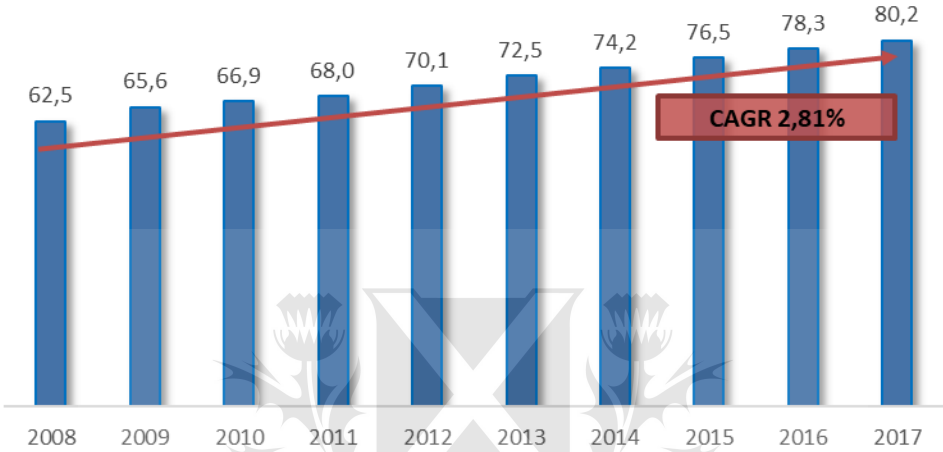
## 2.4 Nutrición para Mascotas

La industria de alimentos para mascotas representa el 3,70% de la industria de alimentos empaquetados. En 2017 las ventas globales fueron de 80.224 millones de dólares (ver Gráfico 16).



En los últimos diez años esta industria tuvo un crecimiento acumulado del 2,81% anual – superior al crecimiento de la industria de alimentos empaquetados que en el mismo período creció a un ritmo del 1,82%.

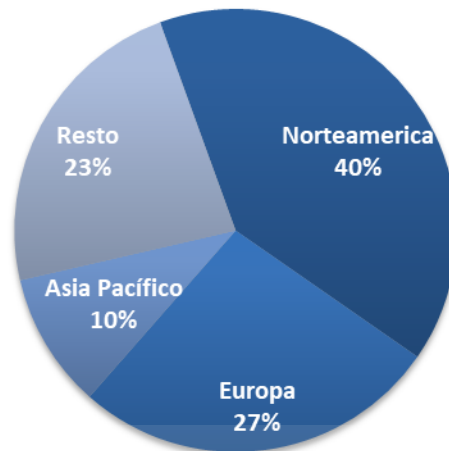
**Gráfico 16. Nutrición para mascotas  
(ventas en miles de millones de usd)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International

Geográficamente, Norteamérica es la región con mayor participación – representando el 40% de la industria global – con ventas por 32.300 millones de dólares en 2017. Europa, por su parte, representa el 27% y Asia Pacífico el 10%. No obstante, vale resaltar que, en los últimos cuatro años, la región asiática ha sido la de mayor dinamismo con un crecimiento acumulado del 4,83%, muy por encima del crecimiento en Norteamérica y Europa, 2,08% y 1,49% respectivamente.

**Gráfico 17. Industria Nutrición para Mascotas  
(en % de ventas por rengión)**

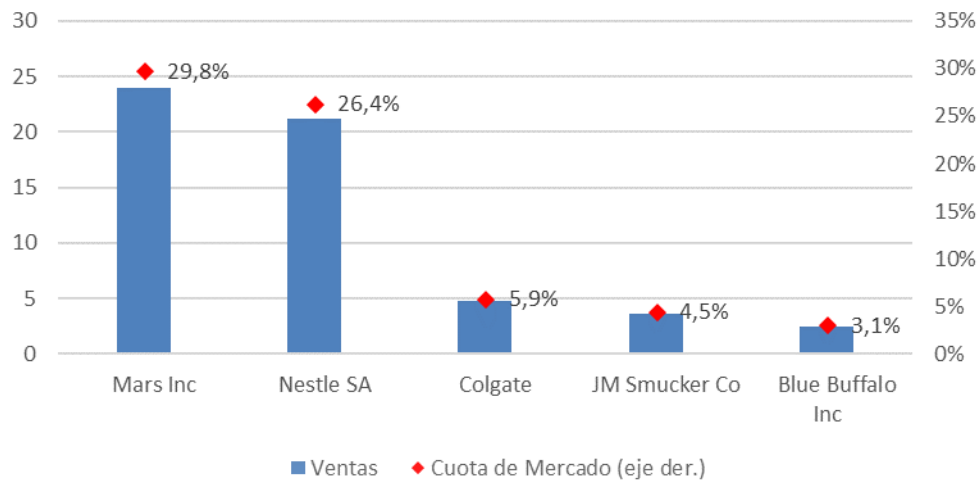


*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International*

Aproximadamente el 70% de las ventas a nivel global están concentradas en cinco compañías, y más del 56% en sólo dos compañías (ver Gráfico 18): Mars Inc. y Nestle SA. Mars Inc., es el líder de la industria y en su porfolio de marcas se encuentran Pedigree, Whiskas, Royal Canin, etc. Asimismo, dentro de Nestle encontramos Purina Friskies, Purina Fancy Feast, Purina One y Purina Dog Chow entre otras.

Tal como puede observarse, si bien Colgate no es el líder de la industria con casi el 6% de la cuota del mercado mundial, es el tercer vendedor a nivel mundial a través de Hill's. Los productos de mayor comercialización son Hill's Science Diet y Hill's Prescription Diet.

**Gráfico 18. Ventas por compañía - Nutrición p/Mascotas  
(miles de millones de dólares)**



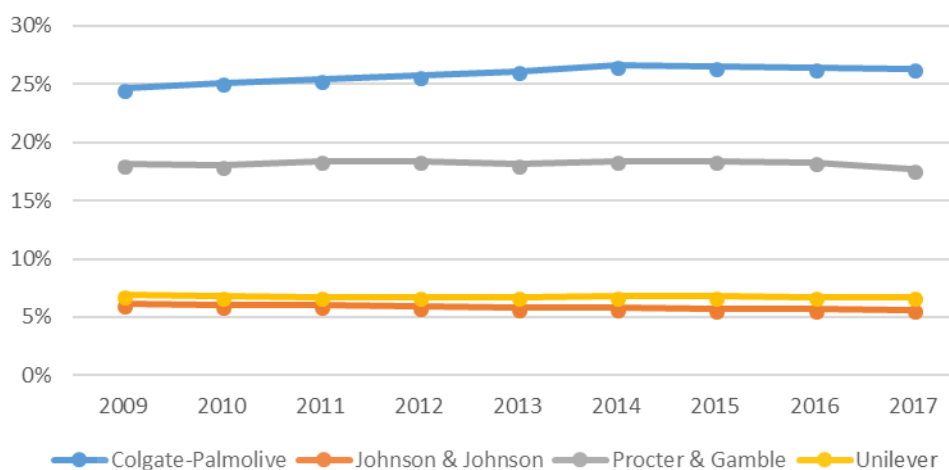
*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International*

## 2.5 Posicionamiento de Colgate en la Industria de Cuidado Bucal

Tal como se mencionó previamente en el presente trabajo, Colgate es líder mundial en la industria de cuidado bucal, donde posee una cuota de mercado por encima del 25% a nivel global. Asimismo, el segmento de cuidado bucal concentra la mayor participación dentro de las ventas de la compañía (48% en 2017).

El Gráfico 18 muestra la evolución de la cuota de mercado de Colgate y sus principales competidos en la industria de cuidado bucal. Tal como se aprecia, la industria no presenta un alto grado de movilidad. Colgate ha conservado su participación en los últimos años, a diferencia de su principal competidor – Procter & Gamble – que experimentó un leve descenso.

**Gráfico 18. Cuotas de Mercado  
Industria Cuidado Bucal**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International*

Dentro de la industria de cuidado bucal, Colgate ocupa el primer puesto en la venta de pasta dental y cepillos de dientes manuales con una cuota de mercado del 43% y 32,6% respectivamente.

En mercados desarrollados, donde la competencia es mayor, como Estados Unidos, Reino Unido y Australia, Colgate posee cuotas de mercado de pasta dental del 42,2%, 45,3% y 61,6% respectivamente. En cambio, en algunos mercados emergentes como México y Brasil, Colgate concentra el 80,6% y 72,9% respectivamente.

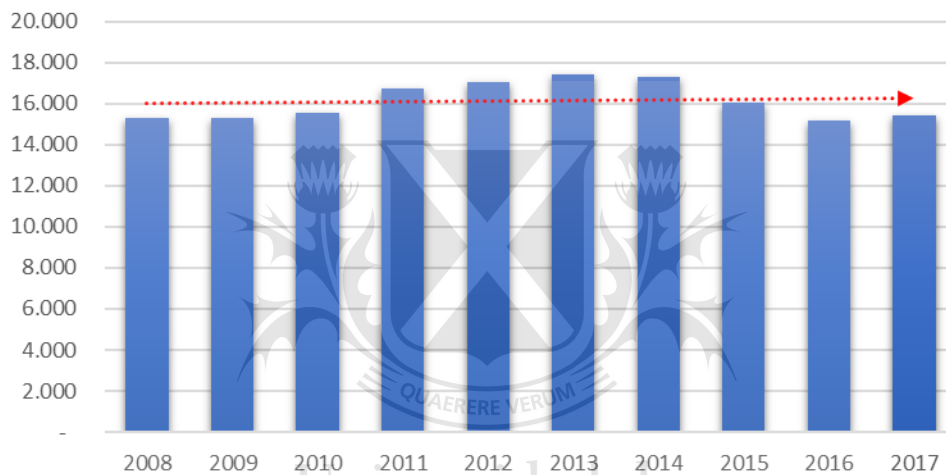
Cabe destacar que Colgate no posee una presencia significativa en el mercado de cepillos de dientes eléctricos y otros productos de limpieza bucal automáticos.

### 3. Análisis Financiero

#### 3.1 Evolución de las ventas de Colgate

En los últimos diez años, el comportamiento de las ventas netas (medidas en dólares) de Colgate ha sido errático. El crecimiento acumulado de las ventas netas entre 2008 y 2017 fue de 11,87% y una tasa promedio anual del 1,13% (CAGR). Más aún, si se toma el período 2013-2017 las ventas netas muestran un decrecimiento del 11,29% y un CAGR de -2,35%.

**Gráfico 19. Ventas Netas  
(en millones de dólares)**

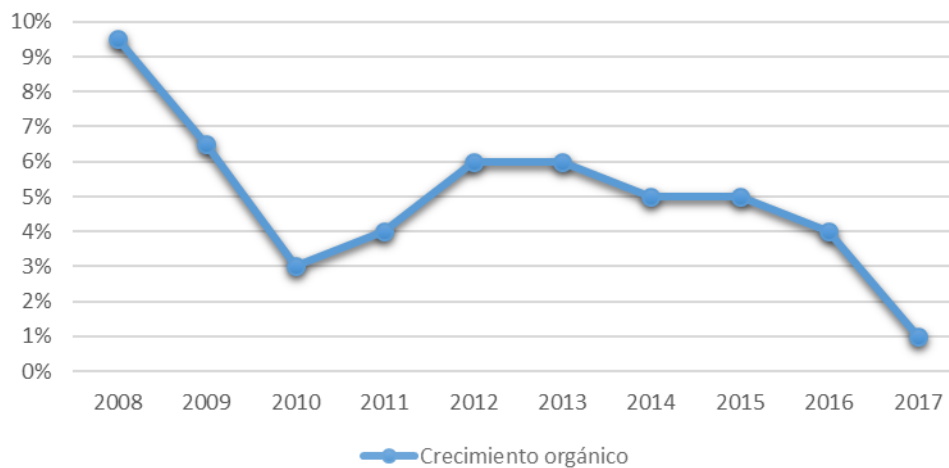


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Historical Financial Charts

A pesar de este comportamiento en las ventas netas, el crecimiento orgánico de Colgate ha sido significativo, con un crecimiento acumulado del 62,55% para el período 2008-2018. Tal como puede observarse en el Gráfico 20, la tasa de crecimiento (CAGR) para el período 2008-2017 fue del 4,98%, sin exhibir años de decrecimiento en términos orgánicos.

Cabe destacar, sin embargo, que este crecimiento orgánico también presenta una desaceleración en los últimos años. La tasa promedio anual CAGR para el período 2013-2015 fue 4,19% mientras que la tasa correspondiente para 2015-2017 fue de 3,32%.

**Gráfico 20. Crecimiento orgánico  
(variación % anual)**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017, 2015, 2013, 2011, 2009.*

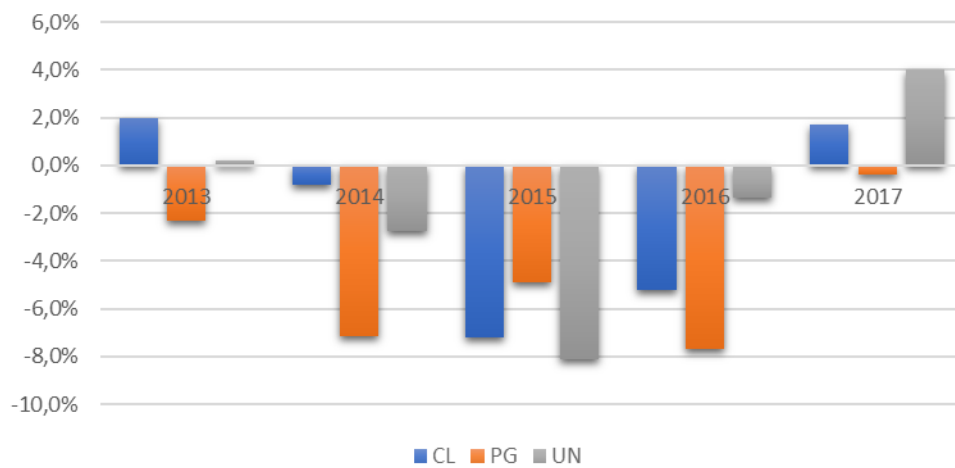
La discrepancia entre el comportamiento de las ventas netas y del crecimiento orgánico se explica principalmente por el efecto del tipo de cambio sobre los ingresos de la compañía. Dado que el 75% de los ingresos de la compañía se generan afuera de los EE. UU., las variaciones del tipo de cambio de cada uno de los países en donde la compañía coloca sus productos impactan en los ingresos que luego la compañía consolida en dólares en su balance.

Cabe destacar que la influencia del tipo de cambio sobre las ventas netas ha sido significativo y cambiante. El impacto acumulado del tipo de cambio en las ventas netas para el período 2008-2017 fue de -28,20% (negativo) y la tasa promedio anual del -3,34% (CAGR).

Finalmente, el impacto de las adquisiciones y desinversiones (F&A) no ha sido significativo, excepto en el período 2016 donde fue del -4,5% (negativo). Esto principalmente se explica por la discontinuación de las operaciones de la compañía en Venezuela.

En relación con sus competidores, Colgate ha mostrado un desempeño medio en lo referente al crecimiento de las ventas. Tal como puede observarse en el Gráfico 21, las ventas de los principales competidores, a saber, Unilever (UN) y Procter & Gamble (PG), para el período 2013-2017 han presentado un comportamiento errático, con un crecimiento promedio negativo (decrecimiento). El CAGR de las ventas de Colgate fue de -1,66%, superior al de P&G (-3,785%) y levemente inferior al del UN (-1,39%).

**Gráfico 21. Crecimiento de ventas vs. comparables  
(variación % anual)**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.*

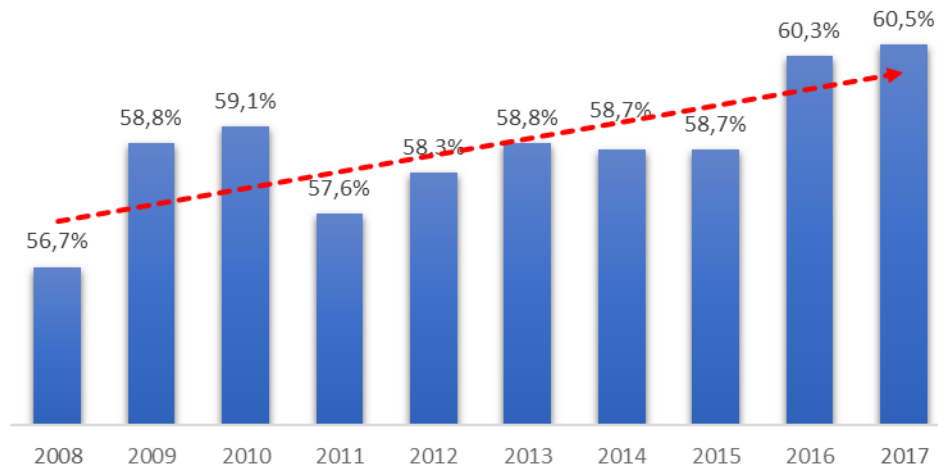
Finalmente, cabe destacar, que en el mismo periodo, el crecimiento orgánico superó al de sus competidores: el CAGR de Colgate fue de 4,2%, mientras el de Unilever y Procter & Gamble fue de 3,6% y 2,2% respectivamente.

### 3.2 Análisis de los Rentabilidad

Entre 2008 y 2017, Colgate ha conseguido sostener una tendencia creciente en el Margen Bruto<sup>8</sup>, reportando un margen de 60,5% en 2017 (ver Gráfico 22). El margen bruto promedio en los últimos cinco años fue de 59,4%.

<sup>8</sup> El margen bruto se define como la ganancia bruta en porcentaje de ventas.

**Gráfico 22. Margen Bruto de Colgate  
(ganancia bruta en % de las ventas)**



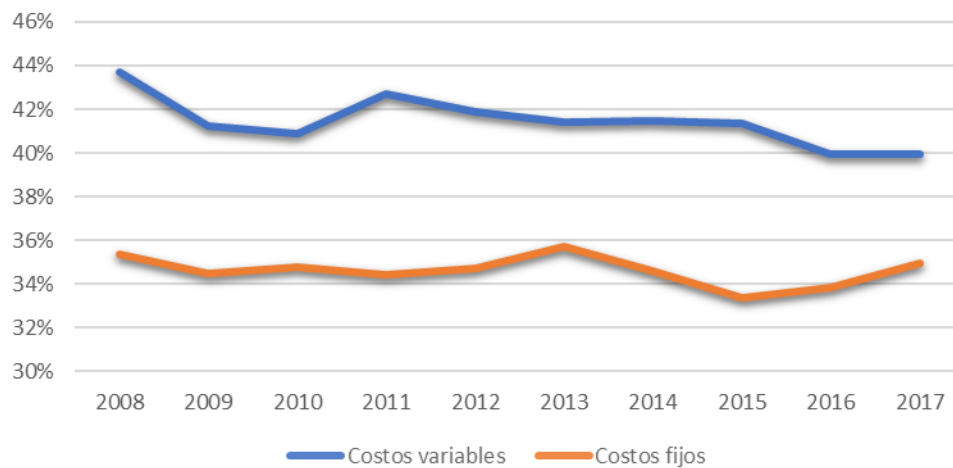
\* 2004-2008, 2010-2017 se excluyen los costos de reestructuración

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, CP Investor Presentation.

La contracara de este fenómeno ha sido la reducción de los costos de ventas o costos variables (en porcentaje de las ventas netas) que mejora el margen bruto. Por el contrario, los costos fijos – los cuales se reportan como gastos de ventas, administración y generales – no presentan una tendencia definida, y entre 2015 y 2017 escalonaron significativamente, tal como se observa en el Gráfico 23. En promedio, los costos variables representaron el 40,8% de las ventas, mientras que los costos fijos el 34,5% para el período 2008-2017.



**Gráfico 23. Costos variables y costos fijos  
(en % de ventas)**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017,2014,2011,2008*

Como resultante de este comportamiento en los costos, el margen operativo presenta bastante estabilidad. Esta evolución se muestra en el Gráfico 24. Si se excluyen los costos por la discontinuación de operaciones en Venezuela, la ganancia operativa (o EBIT<sup>9</sup> de ahora en adelante) ha representado un 25% de las ventas en promedio en los últimos tres años, por encima del promedio para el período 2008-2014 que fue del 21,8%.

<sup>9</sup> EBIT: "Earnings before interest and taxes", es la ganancia antes de intereses e impuestos o ganancia operativa.

**Gráfico 24. Ganancia Operativa  
(en % de Ventas Netas)**



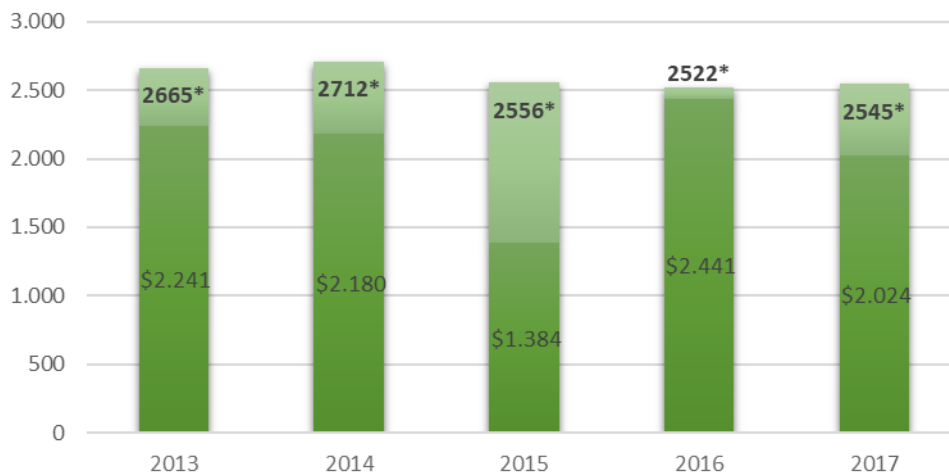
*Nota: En 2015 se muestra por separado los costos por el cierre de las operaciones en Venezuela.*

*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017,2014,2011,2008*

En el Gráfico 25, se muestran las ganancias netas de Colgate. En el mismo puede apreciarse que no hay una tendencia definida para las ganancias de la compañía. Mas aún, si se ajustan los resultados<sup>10</sup>, las ganancias netas exhiben poca volatilidad.

<sup>10</sup> 2017 excluye los costos relacionados al “Programa de Crecimiento Global y Eficiencia”, y los cargos previsionales relacionados a la reforma impositiva en los EE.UU. 2016 excluye la ganancia por la venta de un terreno en México, los costos relacionados al “Programa de Crecimiento Global y Eficiencia” y otros ítems. 2015 excluye la ganancia por la venta de la compañía de detergente para la ropa en el Pacífico Sur, los costos relacionados a las desconsolidación del negocio en Venezuela, los costos del “Programa de Crecimiento Global y Eficiencia”. 2013 y 2014, excluyen los costos relacionados al “Programa de Crecimiento Global y Eficiencia”, los costos de remediación resultantes de la devaluación y devaluación efectiva en Venezuela.

**Gráfico 25. Ganancias Netas atribuibles a Colgate  
(en millones de dólares)**



*Nota: Los (\*) señalan los resultados netos ajustados (más información en nota al pie n°10).*

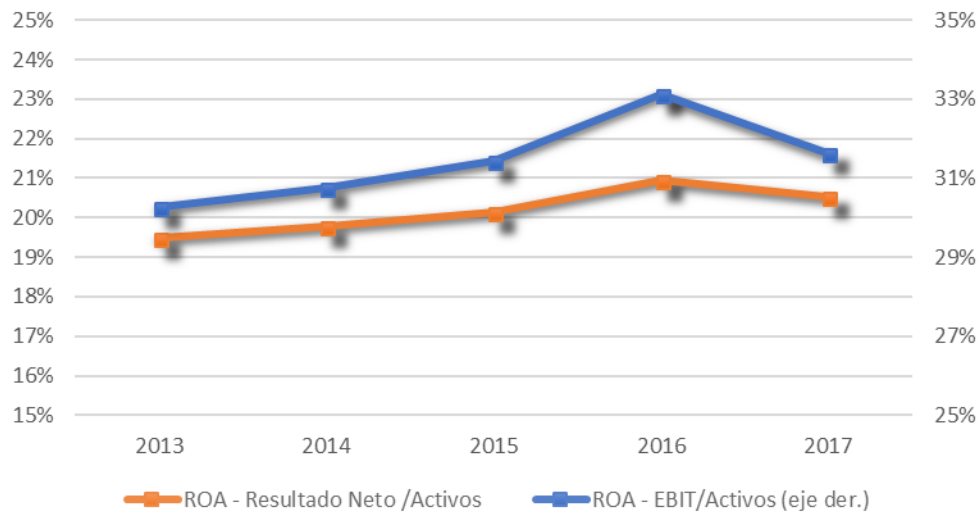
*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017,2014,2011,2008*

A continuación, en el Gráfico 26 se muestra la evolución del Retorno sobre Activos (ROA) en sus dos versiones más conocidas: (1) Ganancia Neta sobre Activos Promedios<sup>11</sup> y (2) Ganancia operativa (EBIT) sobre Activos Promedios. Ambas medidas apuntan a medir el rendimiento del negocio independientemente de la estructura de capital. Como podemos observar, el ROA ha sido estable y creciente en los últimos años.

Universidad de  
San Andrés

<sup>11</sup> Dado que como se mencionará más adelante, a raíz de la recompra de acciones el patrimonio neto de Colgate se ha reducido ampliamente (siendo negativo para algunos años), se omite el cálculo del ROE (ganancia neta/patrimonio neto) ya que el mismo carece de sentido y además se vuelve muy volátil.

**Gráfico 26. Retornos Sobre Activo (ROA)**



*Nota: Los valores están ajustados conforme a la nota al pie número 11. Se toma el valor promedio de los activos al comienzo y al final del año.*

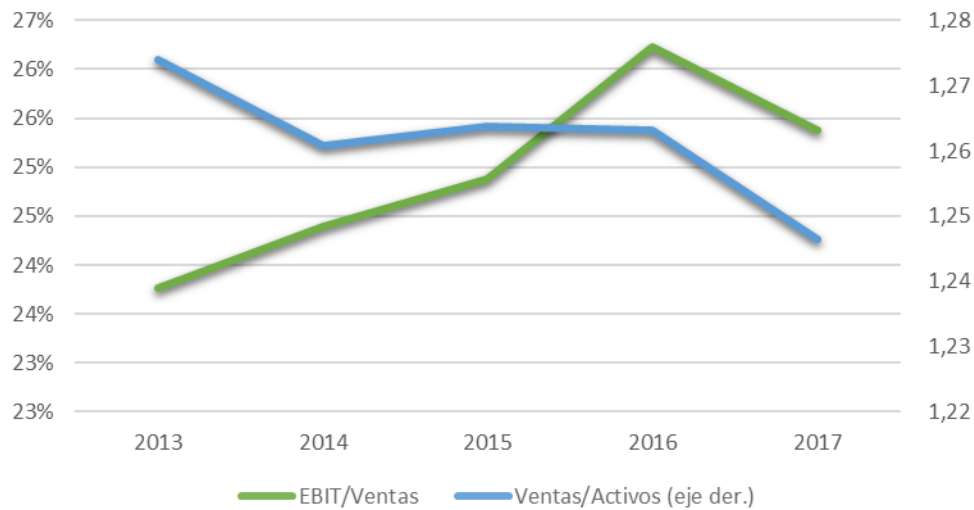
*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017,2015*

A su vez, el ROA puede descomponerse de la siguiente manera:

$$ROA = \frac{EBIT}{Ventas Netas} = \frac{Ventas Netas}{Activos} = \text{Margen operativo} \times \text{Rotación de Activos}$$

Es decir, el Retorno sobre los Activos, es función del Margen Operativo (EBIT/Ventas) y de la rotación de los activos (Ventas/Activos). Tal como puede observarse en el Gráfico 27, la rotación de los activos de Colgate disminuyó desde 1,28 en 2013 hasta 1,24 en 2017. No obstante, esta disminución se vio más que compensada por el aumento del margen operativo, explicando la suba del ROA para el período bajo análisis.

**Gráfico 27. Descomposición del ROA**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017, 2015, 2013.*

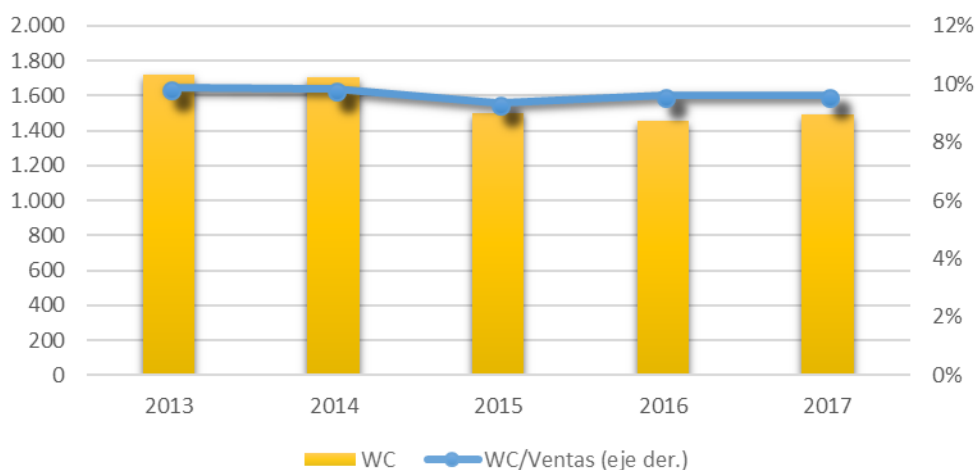
Por otra parte, a causa de la recompra de acciones y la acumulación resultados integrales (pérdidas) el patrimonio neto (contable) de Colgate ha sido negativo y muy cambiante entre 2015 y 2017. Esto provoca que el cálculo del ROE (Rendimiento sobre el Capital Propio) carezca de sentido.

### 3.3 Gestión del Capital de Trabajo

El capital de trabajo (o WC por sus siglas en inglés) representa los recursos financieros de carácter permanente de la empresa que quedan después de financiar el activo fijo. El mismo se calcula como la diferencia entre cuentas a cobrar más los inventarios menos cuentas a pagar.

El Gráfico 28 exhibe la evolución del capital de trabajo de Colgate en el período 2013-2017. Tal como puede apreciarse, el capital de trabajo no presenta variaciones significativas e incluso se nota una leve disminución a lo largo del tiempo. En relación con las ventas, la variabilidad es incluso menor, manteniéndose alrededor del promedio del período analizado de 9,7%.

**Gráfico 28. Capital de Trabajo  
(en millones de dólares y en % de ventas)**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017,2015,2013*

Asimismo, se muestran a continuación las ratios de gestión de capital de trabajo para Colgate:

<b>Tabla 5. Ratios de Gestión de Capital de Trabajo</b>					
<b>Ratios de Gestión de Capital de Trabajo</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Días de cuentas a cobrar	34,6	33,7	33,9	34,2	34,1
Días de inventario	70,5	71,5	70,5	70,9	70,7
Días de cuentas por pagar	66,0	65,9	66,4	67,4	68,5
Ciclo de Conversión de Caja	39,1	39,2	38,0	37,6	36,4
Ciclo de Conversión de Inventario a Caja	105,1	105,1	104,4	105,0	104,8

*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017,2015,2013.*

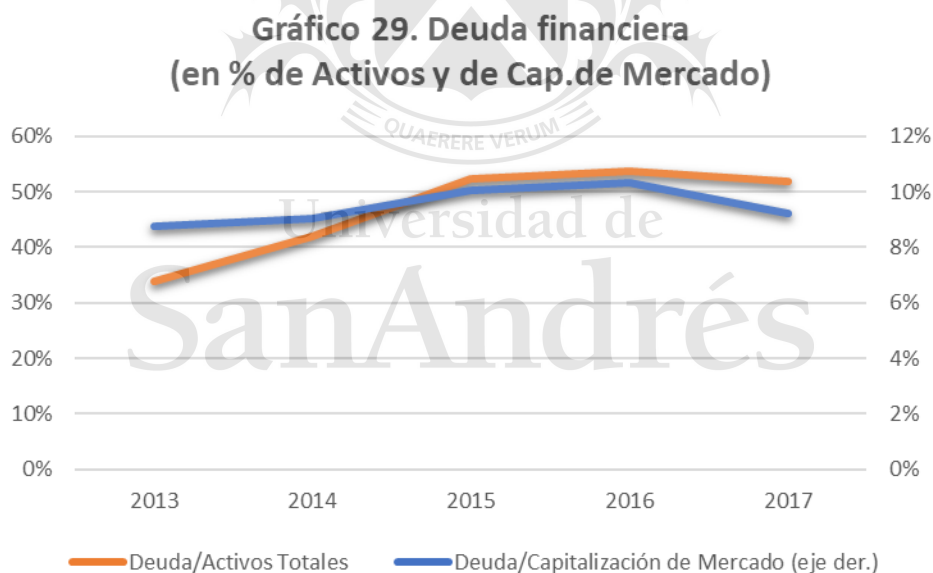
Tal como puede observarse en la Tabla 5, los indicadores de gestión muestran una mejora en la eficiencia que se resumen en la reducción del ciclo de conversión de caja que pasó de 39,1 días en 2013 a 36,4 días en 2017.

### 3.4 Estructura de Capital

A fines de 2017, el activo total de Colgate era de 12.676 millones de dólares, mientras el pasivo de 12.433 millones de dólares – resultando un patrimonio neto de 243 millones de dólares.

Tal como se mencionó previamente, la recompra de acciones por parte de Colgate ha disminuido el sensiblemente el patrimonio neto (contable) y por lo tanto analizar el endeudamiento a través del ratio deuda/patrimonio neto carece de sentido.

Por esta razón, a continuación (ver Gráfico 29), se muestra la evolución de la deuda financiera como porcentaje de los activos totales y de la capitalización de mercado<sup>12</sup>. Como puede apreciarse, la deuda financiera ha crecido en términos de los activos, aunque se estabilizó entre 2015 y 2017. En relación con la capitalización de mercado, la deuda financiera se muestra mucho más estable exhibiendo un promedio de 9,5% en el período analizado.

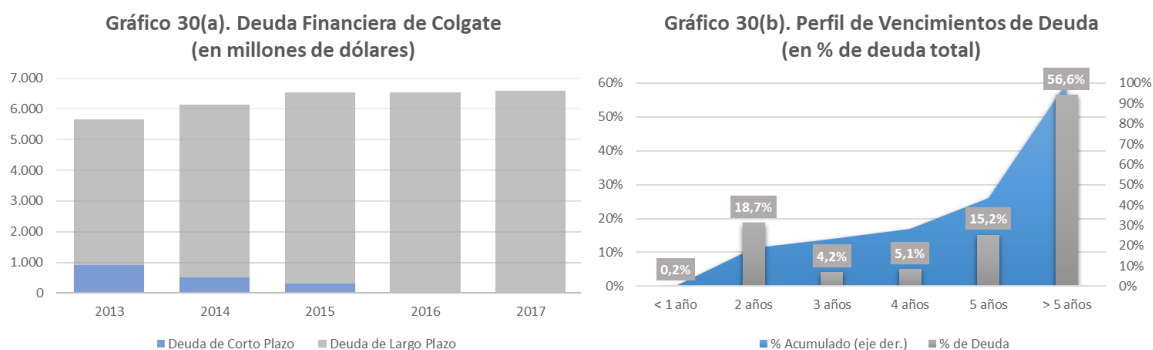


*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017,2015,2013*

Cabe señalar que entre 2013 y 2017 la compañía ha concentrado prácticamente la totalidad de su deuda financiera en deuda de largo plazo, ya que la deuda de corto plazo representa menos del 1%

<sup>12</sup> La capitalización de mercado se calcula como la cantidad de acciones circulantes al final del año multiplicadas por el precio de cierre de la acción del mismo año.

de la misma, tal como se observa en el Gráfico 30(a) a continuación. Asimismo, es destacable que más del 56% de los vencimientos de deuda de Colgate son posteriores a los cinco años de plazo (ver Gráfico 30(b)).



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017,2015,2013.

A continuación, en la Tabla 6, se exhiben los ratios de estructura financiera de Colgate.

Tabla 6. Ratios de Estructura Financiera					
Ratios de Gestión de Capital de Trabajo	2013	2014	2015	2016	2017
Deuda Neta/EBITDA	1,13	1,27	1,70	1,21	1,24
EBITDA/Intereses	34,4	30,8	24,3	28,7	26,6
(EBITDA-CAPEX)/Intereses	27,9	24,2	18,3	23,8	22,5

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017,2015,2013.

Respecto a los indicadores de solvencia de la empresa, generalmente se analiza el peso de la deuda financiera sobre la generación operativa del negocio. En la Tabla 6 se muestra la evolución del ratio Deuda Neta/EBITDA, donde la Deuda Neta se refiere a la deuda financiera neta de caja y equivalentes e inversiones de corto plazo. Como puede apreciarse, el ratio se mantiene relativamente estable para el período 2013-2017. Además, tal como se observa, la relación de deuda neta sobre ebitda es de 1,24 para 2017. En otras palabras, la generación operativa del negocio de 1,24 años es suficiente para cancelar el stock total de deuda.

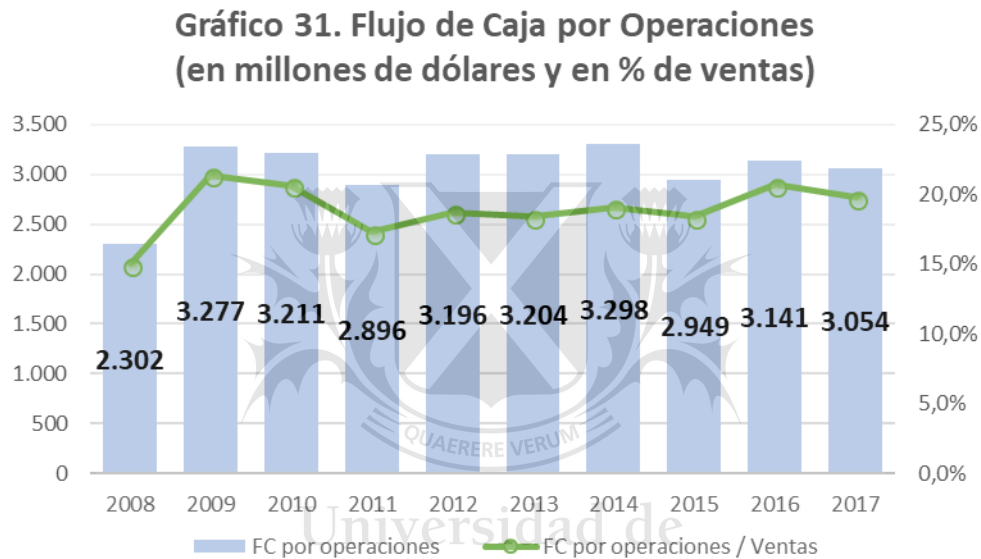
As mismo, otro indicador de solvencia es la carga de los intereses sobre el flujo operativo. La Tabla 6 muestra el ratio EBITDA sobre gastos financieros y EBITDA neto de Capex menos gastos financieros. Esto puede interpretarse como la cantidad de años de interés que puede pagar un año de EBITDA. Como podemos observar, la compañía presenta un ratio de EBITDA / Intereses muy elevados, es decir, la carga de los intereses en relación con su capacidad de generación de fondos es pequeña.



### 3.5 Análisis de los Flujos de Fondos

Entre 2008 y 2017, Colgate ha mostrado una generación de flujo de caja operativo estable y significativo. Asimismo, la variación de Caja y Equivalentes de un año al otro ha sido positiva en 4 de los últimos cinco años lo que llevo a Colgate a tener un disponible de Caja y Equivalentes significativo. Esto puede observarse en el Gráfico 31.

Asimismo, el flujo de caja operativo con relación a las ventas ha oscilado entre 15% y 21,7%, mientras que el promedio de los últimos cinco años se ubica en 19,3%.

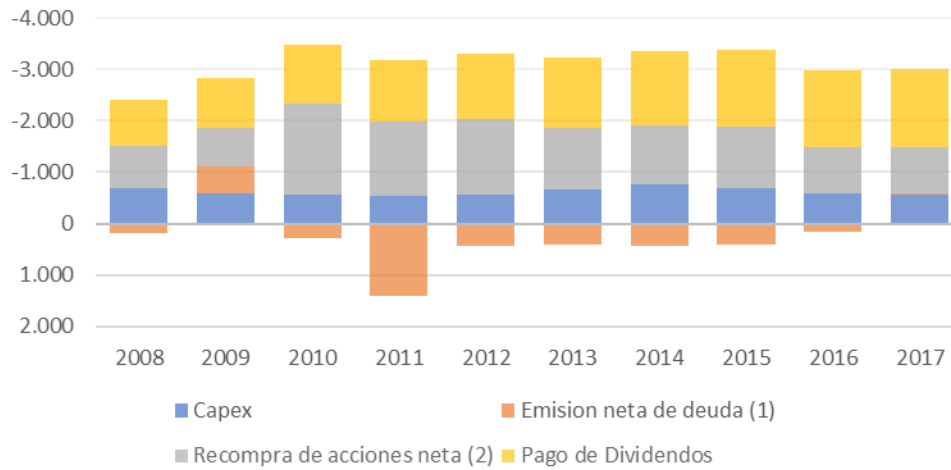


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017,2015,2013,2011,2009.

Observando en mayor detalle los componentes del estado flujo de efectivos, se visualiza que el flujo de caja generado por las operaciones de la empresa es destinado principalmente al pago de dividendos, la recompra de acciones y las inversiones de capital.

Adicionalmente, el financiamiento vía emisión de deuda no es una herramienta de la cual la empresa dependa fuertemente (de hecho, si se resta el pago de intereses la relevancia pasa a ser menos significativa). Excepto para el año 2011, año en el cual Colgate incorporó Sanex a su portafolio de marcas, lo cual significó que las erogaciones por adquisiciones en efectivo alcanzaran los 966 millones de dólares.

**Gráfico 32. Componentes del flujo de caja  
(en millones de dólares)**



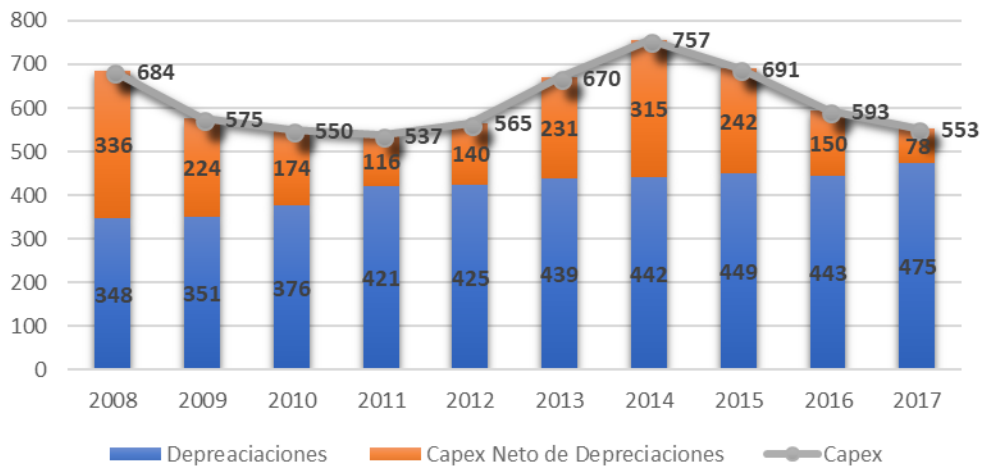
*(1) Pagos de deuda menos emisión de deuda*

*(2) Recompra de acciones menos ejercicio de opciones*

*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017, 2015, 2013, 2011, 2009.*

Como podemos observar, los gastos de capital han decrecido sucesivamente desde 2014, a pesar de que las depreciaciones han crecido sostenidamente. Como consecuencia, la inversión neta anual (gastos de capital menos depreciaciones) han disminuido significativamente. En 2017, la inversión neta anual fue de 78 millones de dólares, 76% menor a la del año 2008 y 38% inferior al promedio de los últimos diez años.

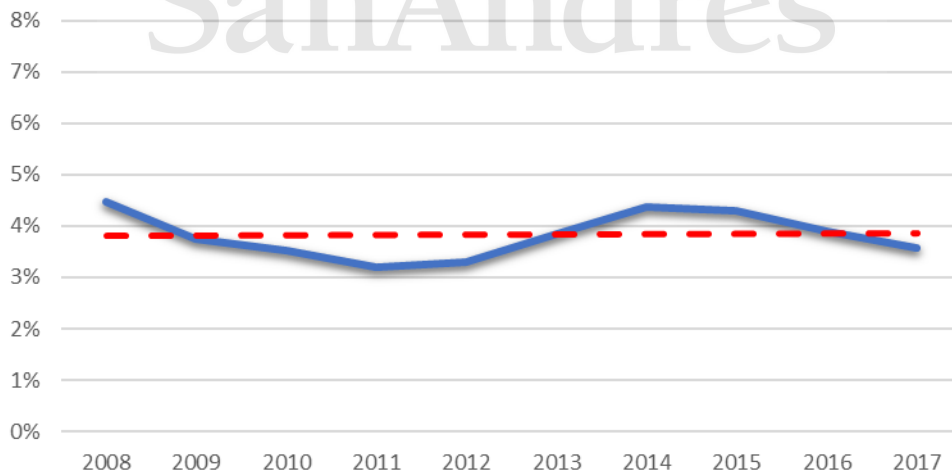
**Gráfico 33. Inversiones de Capital  
(en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017,2015,2013,2011,2009.

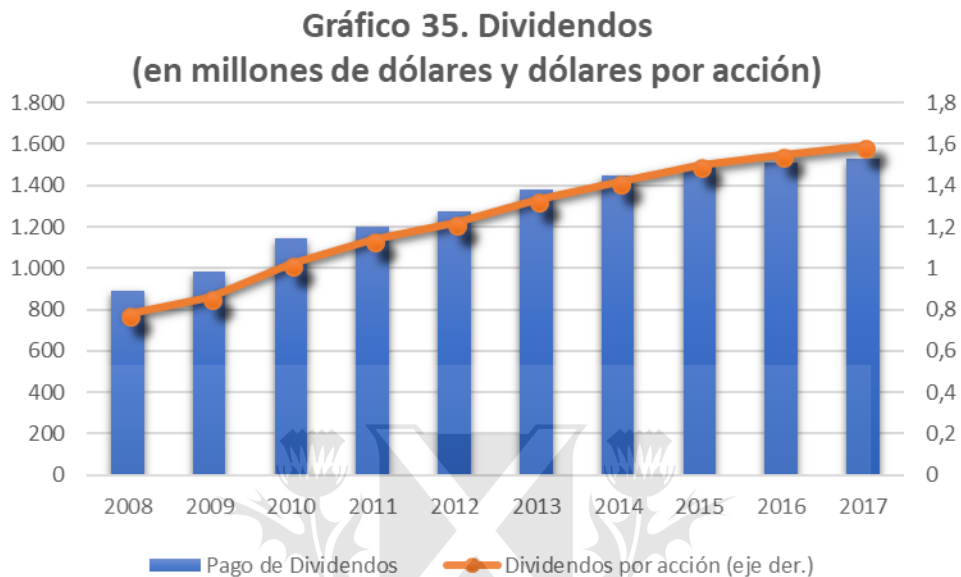
Con relación a las ventas, sin embargo, las inversiones en capital no presentan grandes variaciones. Como puede apreciarse en el Gráfico 34, las inversiones de capital entre 2008 y 2017 oscilaron entre el 3,30% y 4,30% de las ventas, mientras el promedio de los últimos cinco años se ubica en 4%.

**Gráfico 34. Inversiones de Capital  
(en porcentaje de ventas)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017,2015,2013,2011,2009.

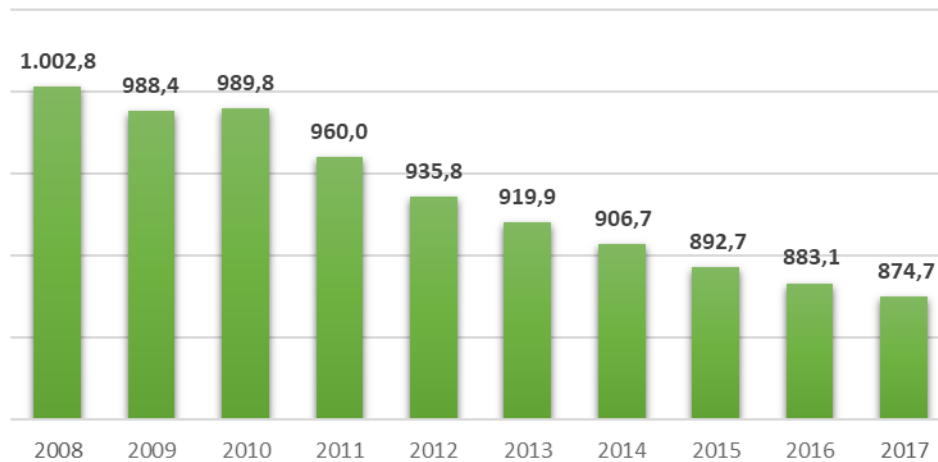
Respecto a los dividendos, podemos observar que Colgate ha seguido una política de dividendos bien definida. Año tras años, la empresa ha garantizado el crecimiento en el pago de dividendos y de los dividendos por acción, tal como puede apreciarse en el Gráfico 35.



*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017,2015,2013,2011,2009.*

Por último, se observa que la compañía ha reducido el stock de acciones de en circulación pasando de 1.002,8 millones de acciones a fines de 2008 a 874,7 millones de acciones a fines de 2017 (ver Gráfico 36). Adicionalmente, la cantidad de tenedores de las acciones de Colgate también se ha concentrado a lo largo de los años.

**Gráfico 36. Acciones ordinarias en circulación  
(en millones)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017,2015,2013,2011,2009.

Como podemos observar, el desempeño de los componentes del estado de flujos de caja señala que Colgate es una empresa madura, con una generación de caja alta y estable que utiliza principalmente el pago de dividendos y en la recompra de acciones.

### 3.6 Análisis de Ratios de Colgate vs. Empresas comparables

En esta sección se comparan los ratios analizados previamente para Colgate con los ratios que presentan las empresas comparables.

En primer lugar, se analizan los ratios de rentabilidad, que se muestran en la Tabla 7.

<b>Tabla 7. Ratios de Rentabilidad 2017</b>				
<b>Ratios de Rentabilidad</b>	<b>Colgate-Palmolive</b>	<b>Procter &amp; Gamble</b>	<b>Unilever</b>	<b>Johnson &amp; Johnson</b>
ROA	19,8%	10,1%	11,5%	11,5%
ROIC	32,3%	11,9%	19,9%	0,9%
Margen Bruto	60,6%	50,7%	43,3%	68,9%
Margen Neto	13,1%	23,6%	11,3%	1,7%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Tal como puede observarse, Colgate presenta un Retorno sobre Activos (ROA) y un Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC) mayor al de las empresas comparables. Además, el Margen Bruto y el

Margen Neto de Colgate también es relativamente, siendo superado sólo por Johnson & Johnson para el caso del primero y por Procter & Gamble en el segundo.

En segundo lugar, se analizan los ratios de estructura financiera de las compañías, que se muestran en la Tabla 8. En la misma, puede apreciarse que Colgate presente un ratio Deuda/Activos elevada respecto a sus comparables, no obstante, por el contrario, la Deuda/Capitalización de Mercado es relativamente muy baja. Asimismo, respecto a la solvencia, la Deuda Neta / EBITDA y EBITDA / Intereses se ubica en el rango medio de los comparables.

<b>Tabla 8. Ratios de Estructura Financiera 2017</b>				
<b>Ratios de Estructura Financiera</b>	<b>Colgate-Palmolive</b>	<b>Procter &amp; Gamble</b>	<b>Unilever</b>	<b>Johnson &amp; Johnson</b>
Deuda/Activos	52%	26%	40%	22%
Deuda/Capitalización de Mercado	0,10%	0,14%	0,19%	0,09%
Deuda Neta / EBITDA	1,24	0,98	1,93	0,67
EBITDA / Intereses	26,05	36,08	18,78	23,69

*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.*

Finalmente, se exhiben los ratios de gestión en la Tabla 9. Tal como se aprecia, el apalancamiento operativo es moderado en relación con las empresas comparables. Algo similar sucede con la gestión del capital de trabajo. Cabe destacar que en 2017 Procter & Gamble y Unilever exhibieron un número negativo respecto al ciclo de conversión de caja, explicado principalmente por número de días de cuentas por pagar muy prologando (es decir, se apalancan en proveedores). No obstante, es una tendencia que es difícil de mantener en el tiempo si las compañías esperan aumentar sus ventas en el largo plazo.

<b>Tabla 9. Ratios de Gestión 2017</b>				
<b>Ratios de Gestión</b>	<b>Colgate-Palmolive</b>	<b>Procter &amp; Gamble</b>	<b>Unilever</b>	<b>Johnson &amp; Johnson</b>
Costos fijos / Ventas	35,0%	28,7%	42,4%	26,6%
Días de cuentas a cobrar	34,14	25,15	22,99	59,97
Días de inventario	70,71	52,39	55,07	121,38
Días de cuentas por pagar	68,50	106,64	113,65	99,69
Ciclo de Conversión de Caja	36,35	-29,09	-35,58	81,65

*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg, Unilever Annual Report 2017, Johnson & Johnson Annual Report 2017.*

## 4. Valuación de Colgate-Palmolive por el método de Flujos de Fondos Descontados

A continuación, se realiza la valoración del capital accionario de Colgate-Palmolive Company al 31 de diciembre de 2017 – fecha de cierre del último balance anual reportado por la empresa a la fecha de realización del presente estudio - mediante el análisis de flujos de fondos descontados (DCF por sus siglas en inglés).

El método de descuento de flujos de fondos intenta determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de fondos (cash flows) futuros que luego se descuentan a una tasa apropiada para finalmente agregarse en un único valor. Conceptualmente, este método puede utilizarse para valorar cualquier clase de activo que genere flujos de dinero.

En términos generales existen tres enfoques para determinar el valor de una empresa<sup>13</sup>: 1) el método de flujo de fondos descontados (DCF), 2) la valuación relativa (también denominada valuación por múltiplos) y 3) valuación de reclamos contingentes (comúnmente conocido como valuación opciones reales).

Si bien el método más utilizado por los “practitioners” es la valuación relativa, el método de DCF es la base conceptual de los otros dos métodos y es por esto que el presente trabajo utiliza este método como principal para la valoración de la empresa bajo análisis, a pesar de que luego también se realice una estimación por valuación relativa.

El método general de DCF parte de la siguiente expresión<sup>14</sup>:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

Donde  $CF_i$  es el flujo generado por la empresa en el período  $i$ ,  $VR_n$  es el valor residual de la empresa en el año  $n$  y  $K$  es la tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

---

<sup>13</sup> Damodan, Aswath (1995).

<sup>14</sup> Fernandez Pablo (2008).

El valor del capital accionario (E) de la empresa puede calcularse a partir de dos enfoques principales:

- 1) Calcular primero el valor de la empresa (V) y luego sustraer el valor de la deuda (D). En este caso, el valor de la empresa se obtiene a partir de los flujos de caja libre (FCF) descontados a la tasa de costo promedio ponderado de los recursos (deuda y acciones), WACC por sus siglas en inglés.
- 2) Calcular el valor de las acciones (E) a partir de los flujos de caja libre para el accionista (FCFE) descontados a la tasa de costo de capital propio (Ke).

En el presente trabajo se seguirá la metodología señalada en el punto 1). No obstante, y a pesar de que las variables relevantes entre uno y el otro son distintas, ambos caminos llegan al mismo resultado.

Los tres pasos básicos para realizar aplicar el método DCF son<sup>15</sup>:

- 1) Estimar los flujos de fondos libres (FCFs): El flujo de caja libre se define como la ganancia operativo después de impuestos más los cargos no monetarios (depreciaciones), menos las inversiones netas en el capital de trabajo, propiedad planta y equipo y otros activos. Esta variable refleja el flujo de caja disponible para todos fuentes de capital, es decir, deuda y equity.
- 2) Estimar la tasa de descuento apropiada: la tasa aplicable para el flujo de caja libre debe reflejar el costo de oportunidad para los proveedores de capital, ponderados por la contribución relativa al capital total de la compañía. Este concepto conocido como WACC por sus siglas en inglés (Weighted Average Cost of Capital) se calcula<sup>16</sup>:

$$WACC = k_o = k_e * \left(\frac{E}{V}\right) + k_d (1 - t) * \left(\frac{D}{V}\right)$$

---

<sup>15</sup> Equity Valuation Techniques, (2015)

<sup>16</sup> También debería incluirse en caso de corresponder el costo de las acciones preferidas. No obstante, como Colgate no posee acciones preferidas en circulación se muestra la versión simplificada.



Donde  $k_e$  es el costo de capital propio,  $k_d$  el costo de la deuda,  $t$  la tasa marginal impositiva,  $(E/V)$  y  $(D/V)$  la contribución del capital propio y de la deuda respectivamente al financiamiento total de la empresa.

**El costo de capital propio ( $k_e$ )** se estima a través del modelo CAPM<sup>17</sup> (capital asset pricing model). Este modelo establece que en un portafolio diversificado la tasa de rendimiento requerida por el inversor es igual a la tasa de rendimiento libre de riesgo más una prima de riesgo, donde el único riesgo que importa (y por lo tanto que se retribuye) es el riesgo sistemático (o no diversificable). La contribución de la acción al riesgo del portafolio se identifica por el coeficiente conocido como beta ( $\beta$ ), que mide la variación de la acción respecto a la variación del mercado. La expresión para el cálculo del capital propio es:

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

Donde,  $R_f$  es la tasa libre de riesgo y  $E(R_m)$  el rendimiento esperado por el mercado.

**El costo de la deuda ( $k_d$ )** es el costo que actualmente debería pagar la compañía para endeudarse en el mercado y se mide por la tasa de rendimiento al vencimiento (YTM por sus siglas en inglés: yield to maturity). Dado que lo que importa es el costo de oportunidad, y que los intereses se descuentan de la base imponible para el impuesto que efectivamente paga la compañía, el costo de la deuda se toma neto de impuesto en la contribución al WACC y por ello la expresión  $k_d(1-t)$ .

- 3) Determinar el horizonte temporal y el valor terminal: La estimación del valor se separa en dos componentes, el que conlleva la estimación explícita y el que se realiza para los períodos posteriores. Para el período explícito se busca estimar de manera precisa los flujos futuros, no obstante; luego de cierto periodo de tiempo, esta tarea se vuelve sumamente difícil. Para ello se utiliza el concepto del valor terminal (o valor residual).

El método del **valor terminal** (VT) establece que al final del horizonte temporal estimado, el valor residual de la empresa será igual a todos los flujos de caja que se esperan recibir hasta el infinito, suponiendo que los mismos crecen a una tasa anual constante respecto al último FCL estimado explícitamente. El valor terminal se define como:

---

<sup>17</sup> El modelo CAPM ha sido criticado a lo largo de los años, tanto por los supuestos que subyacen a su formulación como así también por la evidencia empírica. No obstante, la falta de un modelo alternativo que mantenga el mismo nivel de consistencia teórica deja al CAPM (y a sus distintas versiones) como uno de los modelos más ampliamente utilizados en el cálculo del costo del capital propio.

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCL_{n+1}}{k_o - g} = \frac{FCL_n \times (1 + g)}{k_o - g}$$

Donde  $FCL_n$  representa el flujo de caja libre correspondiente al último año del horizonte planificado,  $k_o$  el costo del capital propio que se espera al final del periodo de planificación y  $g$  la tasa de crecimiento esperado de largo plazo.

#### 4.1 Estimación de los flujos de caja libre para Colgate

En el presente trabajo, el horizonte explícito de estimación abarca un horizonte de cinco años, es decir, se realizan estimaciones para el período 2018-2022.

Mascareñas<sup>18</sup>, define al flujo de caja libre (FCL) como la diferencia entre el flujo de caja bruto (FCB) y la inversión bruta (IB).

El cálculo del FCB se describe a continuación:

Ingresos operativos  
 – Costes operativos  
 = Beneficio antes de Intereses, Impuestos y Amortizaciones (EBITDA)  
 – Amortizaciones  
 = Beneficio antes de Intereses e Impuestos (BAIT)  
 – Impuestos sobre el BAIT  
 = Beneficio antes de Intereses después de Impuestos (BAIDT)  
 + Amortizaciones  
 = **Flujo de Caja Bruto (FCB)**

Posteriormente se calcula la IB:

Aumento del capital circulante o fondo de rotación  
 + Inversión en activo fijo  
 + Inversión neta en otros activos  
 = **Inversión Bruta (IB)**

Finalmente, el FCL se desprende de la diferencia de ambos conceptos:

Flujo de caja bruto (FCB)  
 – Inversión bruta (IB)  
 = **Flujo de Caja Libre (FCL)**

<sup>18</sup> Juan Mascareñas Perez Iñigo, Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas (2011)

La metodología general utilizada a continuación se focaliza en la estimación de los valores en función de las ventas. Es decir, en primer lugar, se realiza una estimación las ventas netas de la compañía para los próximos cinco años. Luego se estiman los distintos componentes del flujo de fondos en función del porcentaje que se estima representen de las ventas netas.

#### 4.1.1 Estimación de las ventas netas

Tal como se mostró anteriormente, en los años recientes el crecimiento de Colgate estuvo por debajo del promedio (CAGR) de los últimos diez años.

Esto sin dudas ha sido el mayor interrogante planteado por los analistas en las últimas conferencias en donde la empresa presentó sus resultados y el management es consciente de esta situación<sup>19</sup>. De las transcripciones se desprende que, si bien el management es optimista respecto al futuro también se muestra conservador dadas las condiciones de mercado. El crecimiento esperado por el management a corto plazo se ubicaría en el rango 2%-4% y a mediano plazo en el rango 3%-5%.

Para estimar las ventas de Colgate, se utiliza la estimación de Euromonitor International para las industrias en las cuales opera la compañía. Las proyecciones se exhiben en la Tabla 10 a continuación:

Tabla 10. Crecimiento Orgánico Proyectado por Industria			
Período	CAGR - Crecimiento Orgánico		
	2008-2017	2013-2017	2018e - 2022e
Belleza y Cuidado Personal	1,89%	1,55%	2,73%
Cuidado Bucal	1,92%	1,75%	2,75%
Cuidado del Hogar	1,36%	1,70%	1,83%
Alimentación para Mascotas	2,81%	2,56%	3,43%

*Nota:* Los datos de crecimiento son a tipo de cambio fijo y precios constantes de 2017.

*Fuente:* Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International y Colgate Palmolive Annual Report 2017.

Dado que las participaciones de cada segmento en las ventas totales de la compañía han permanecido estables en los últimos años, para realizar la proyección de las ventas totales se supone que estas participaciones se mantendrán en el tiempo.

<sup>19</sup> Colgate-Palmolive's (CL) CEO Ian Cook on Q4 2017 Results - Earnings Call Transcript

Cabe destacar además que, al realizar la estimación de esta manera, implícitamente se supone que la cuota de mercado de Colgate en las distintas industrias en las que opera se mantendrá constante a lo largo del tiempo<sup>20</sup>.

La Tabla 11 muestra la proyección de crecimiento de Colgate para el período 2018-2022:

<b>Tabla 11. Crecimiento Proyectado para Colgate</b>			
<b>CAGR - Crecimiento de Ventas en Dólares para 2018-2022</b>			
Segmento	Participación prom. 2015-2017 (a)	Crecimiento estimado (b)	(a) x (b)
Belleza y Cuidado Personal	20%	2,73%	0,55%
Cuidado Bucal	47%	2,75%	1,29%
Cuidado del Hogar	18%	1,83%	0,33%
Alimentación para Mascotas	15%	3,43%	0,51%
<b>VENTAS TOTALES</b>			<b>2,68%</b>

*Nota:* Los datos de crecimiento son a tipo de cambio fijo y precios constantes de 2017.

*Fuente:* Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International y Colgate Palmolive Annual Report 2017.

Es decir, el crecimiento proyectado (CAGR) para el período 2017-2022 es de 2,68% y se ubica en el rango medio de crecimiento de corto plazo y por debajo del crecimiento de mediano plazo proyectado por el management de la compañía.

Tal como se observó en la sección “Análisis Financiero”, la evolución del tipo de cambio multilateral<sup>21</sup> de Colgate ha tenido un fuerte impacto en las ventas. Dado que esta variable es volátil y sumamente difícil de proyectar, se supone, a partir de este punto, que la empresa cubre el 100% del riesgo de tipo de cambio en las ventas que no se generan en dólares estadounidenses<sup>22</sup>.

Consecuentemente, en la Tabla 12, se muestra el crecimiento de Ventas en Dólares para Colgate entre 2018-2022.

<sup>20</sup> Tal como se desprende las consultas de los analistas en los “earnings calls”, los competidores locales han ejercido presión – principalmente vía precios – a las compañías internacionales del mercado. Si bien esto puede evidenciar una amenaza, las estadísticas muestran que Colgate ha logrado defender su presencia relativa en la industria.

<sup>21</sup> Es decir, el tipo de cambio de los distintos países (fuera de EE. UU.) donde Colgate coloca sus productos ponderado por las ventas.

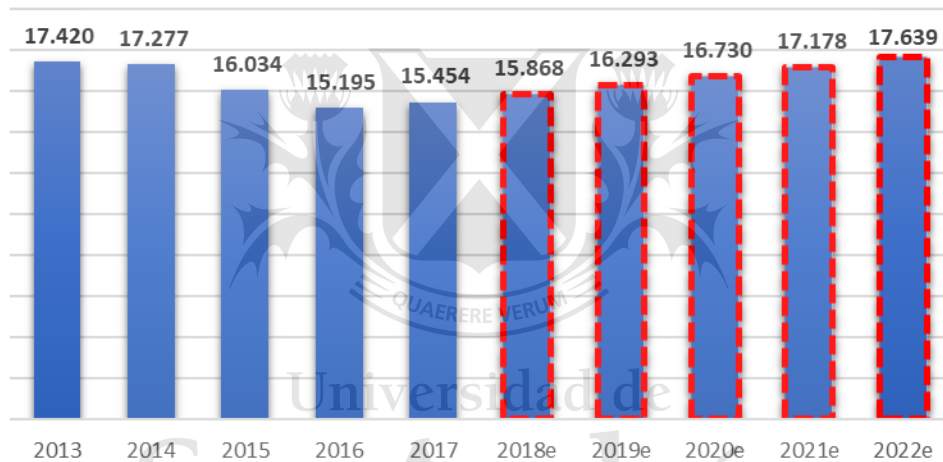
<sup>22</sup> Usualmente las compañías utilizan herramientas de cobertura de tipo cambio a través de bancos y el mercado de capitales, tales como futuros, opciones, swaps, etc. Dado que estas herramientas están disponibles, el supuesto es que el costo de usar la cobertura no tiene un impacto significativo en el crecimiento de la compañía.

Tabla 12. Crecimiento de Ventas Proyectado para Colgate	
Crecimiento Proyectado (CAGR) 2018-2022	2,68%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg sobre Euromonitor International y Colgate Palmolive

A continuación, para estimar las ventas se aplica el crecimiento estimado a las ventas de 2017. En el Gráfico 37, a continuación, se muestran los resultados de la estimación para el período 2018-2022.

**Gráfico 37. Ventas Netas Proyectadas  
(en millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Euromonitor International y Colgate Palmolive.

#### 4.1.2 Estimación de los costos de ventas y margen bruto

En la elaboración de sus productos, Colgate utiliza insumos que compra a otras compañías. Las materias primas y los productos empaquetados que utiliza Colgate, tales como resina, pulpa, aceites esenciales, aceites tropicales, sebo, aves de corral, maíz, soja, etc., están sujetos a variaciones de precios de mercados que son impredecibles. Más aún, los precios de los commodities en general exhiben gran volatilidad.

Por esta razón, para estimar los costos de ventas y consecuentemente el margen bruto, se utilizan las series financieras de la compañía.

De acuerdo con lo observado en la sección “Análisis Financiero” del presente trabajo, la empresa ha experimentado una progresiva reducción de los costos de ventas (en porcentaje de las ventas netas) estabilizándose en niveles en torno al 40% de las ventas.

Asimismo, de los earnings calls, se desprende que Colgate, a diferencia de los competidores locales - principalmente en los mercados emergentes – no ha usado prácticas de promoción de precios durante los últimos años. Esto lleva a que Colgate tenga un mejor “poder de precio” que sus competidores para hacer frente a los posibles aumentos en los costos de los insumos.

Por otra parte, a fines de 2012, la compañía inició un programa de reestructuración PCGE (“Programa de Crecimiento Global y Eficiencia”) para crecimiento sostenido. Este programa fue expandido en 2014 y 2015. En 2017 se aprobó la expansión del programa hasta diciembre de 2019.

Las iniciativas bajo este programa están enfocadas en tres áreas:

- Expandir los centros de actividad comercial
- Extender los servicios de negocios compartidos
- Racionalización de las funciones globales y optimización de la cadena de suministro global y las instalaciones

Los costos de este programa (antes de impuestos) una vez que todas las fases hayan sido implementadas se estiman en el rango de \$1.730 - \$1.885 millones de dólares. Los costos acumulados a diciembre de 2017 eran de \$ 1.561 millones de dólares<sup>24</sup>.

Se espera que este programa genere una tasa de retorno superior al 30% (anual). Se estima que una vez completado el programa, los ahorros se proyectan en el rango de \$560 - \$635 millones de dólares. Se espera una reducción neta de la fuerza laborar de aproximadamente 3.800 a 4.400 posiciones, una vez completada esta iniciativa.

El impacto de este programa en el margen bruto se estima como:

---

<sup>24</sup> Una fracción de este ahorro generado debería computarse dentro de los gastos de ventas, administrativos y generales. No obstante, ante la falta de datos se los incluye sólo en los costos de ventas.

<b>Tabla 13. Estimación de Margen Bruto Colgate</b>						
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>Impacto del programa PCGyE (en millones de dólares)</b>	55,0	105,0	200,5	382,7	560,0	635,0
<b>Ahorro en % de Ventas</b>	0,4%	0,7%	1,2%	2,3%	3,2%	3,6%
<b>Margen Bruto</b>	<b>60,0%</b>	<b>60,7%</b>	<b>61,2%</b>	<b>62,3%</b>	<b>63,2%</b>	<b>63,6%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a datos Colgate Palmolive*

#### 4.1.3 Estimación de los gastos de ventas, generales y administrativos y otros gastos netos

Los gastos de ventas, generales y administrativos representan los costos fijos de la compañía, es decir, no se pueden vincular en forma directa al proceso productivo. Por el contrario, en esta partida, se incluyen costos indirectos como el proceso, promoción y distribución de ventas, publicidad, comisiones, intereses, depreciaciones, etc.

Tal como se observó en la sección de análisis financiero, estos costos representan en promedio el 35% de las ventas (se excluyen los costos de la discontinuación de operaciones en Venezuela durante 2015). Es importante destacar que esta partida incluye gastos en publicidad y dada la importancia de los mimos en la industria de productos de consumo personal se busca no subestimar esta partida.

Por otra parte, el rubro otros gastos netos incluye las amortizaciones de los activos intangibles que en promedio conllevan el 1% de las ventas.

En la estimación de flujos de fondos estos conceptos se unifican y se estiman en torno al 36% de las ventas. No obstante, se adiciona un 0,15% adicional por depreciaciones que se explica a continuación.

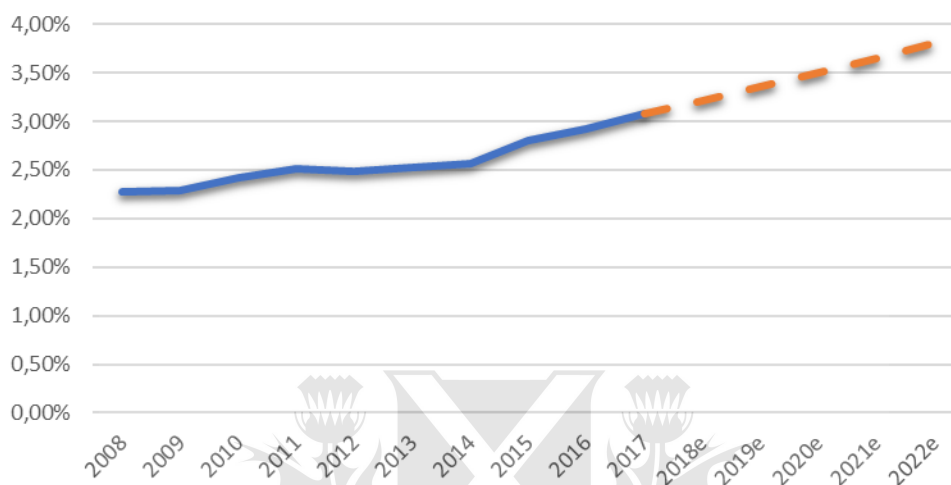
#### 4.1.4 Estimación de Inversiones de Capital (CapEx) y Depreciaciones

Tal como se mencionó en la sección de Análisis de los Flujos de Fondos, las inversiones de capital entre 2008 y 2017 oscilaron entre el 3,30% y 4,30% de las ventas, mientras el promedio de los últimos cinco años se ubica en 4%, el cual se utiliza en la estimación.

Para el caso de las depreciaciones, se observa una tendencia creciente en porcentaje de las ventas. Dada esta tendencia se proyecta para el 2018-2022 un aumento de 0,15% anual (ver Gráfico 38).

Dado que los gastos por depreciaciones se incluyen dentro de los gastos de ventas, generales y administración, debe considerarse este ajuste.

**Gráfico 38. Depreciaciones proyectadas  
(en % de ventas)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Colgate-Palmolive Company, Annual Report 2017, 2015, 2013, 2011, 2009.

Cabe destacar, sin embargo, que a largo plazo esta tendencia debe estabilizarse ya que si las depreciaciones fueran sistemáticamente superiores a las inversiones de capital el stock de activos fijos de la compañía tendería a cero, imposibilitando sus posibilidad de crecimiento.

#### 4.1.5 Estimación del Capital de Trabajo

Tal como se resaltó en la sección de Análisis Financiero, el capital de trabajo respecto a las ventas presenta escasa variabilidad.

Para la estimación de capital de trabajo, se utilizará el ratio de capital de trabajo sobre ventas promedio para los últimos cinco años que se ubica en 9,7%.

#### 4.2 Estimación del Costo de Capital

El costo de capital es la tasa que se utiliza para descontar los flujos de fondos estimados. La tasa de descuento indica el rendimiento mínimo exigido a la inversión y por lo tanto debe ser acorde al riesgo de esta.



Según Mascareñas () el coste de capital deberá ser consistente con el procedimiento de valoración de la empresa y con la definición de los flujos de caja que van a ser descontados, para ello deberá cumplir los siguientes requisitos:

- a) Ser una media ponderada de los costes de todas las fuentes financieras de la empresa a largo y medio plazo.
- b) Ser calculado después de impuestos.
- c) Se utilizarán tasas nominales de rendimiento anuales construidas a partir de las tasas reales y de la tasa de inflación anual esperada.
- d) Deberá estar ajustado al riesgo sistemático de cada proveedor de fondos, puesto que éste esperará un rendimiento apropiado al riesgo que corre.
- e) Las ponderaciones deberán calcularse con base en los valores de mercado de las diferentes fuentes financieras, puesto que sólo el mercado refleja el verdadero valor económico de cada una de ellas.
- f) Estar sujeto a variaciones a través del período de previsión de los flujos de caja, debido a las alteraciones que puedan ocurrir en la tasa de inflación, riesgo sistemático y estructura del capital.

Tal como se mencionó previamente, dado que los flujos de fondos a descontar los flujos de caja libre la tasa indicada es el costo de capital promedio ponderado (WACC). A continuación, se estiman los componentes del WACC, según el recurso financiero.

#### 4.2.1 Costo de la Deuda (kd)

El costo de la deuda se estima como el rendimiento hasta el vencimiento (o tasa interna de retorno) de las obligaciones de Colgate.

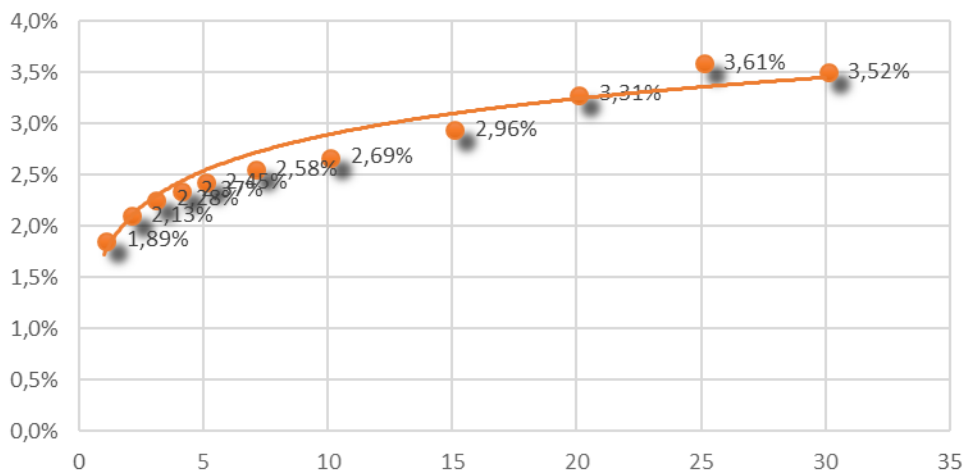
Según Colgate<sup>25</sup> el valor de mercado de la deuda de largo plazo a fines de 2017 era de \$6.766 millones de dólares.

A continuación, en el Gráfico 39 podemos observar la curva de rendimientos de Colgate según plazo (en años).

---

<sup>25</sup> Annual Report, SEC

**Gráfico 39. Curva de rendimiento Bonos en  
Dólares de Colgate-Palmolive al 12/29/17**

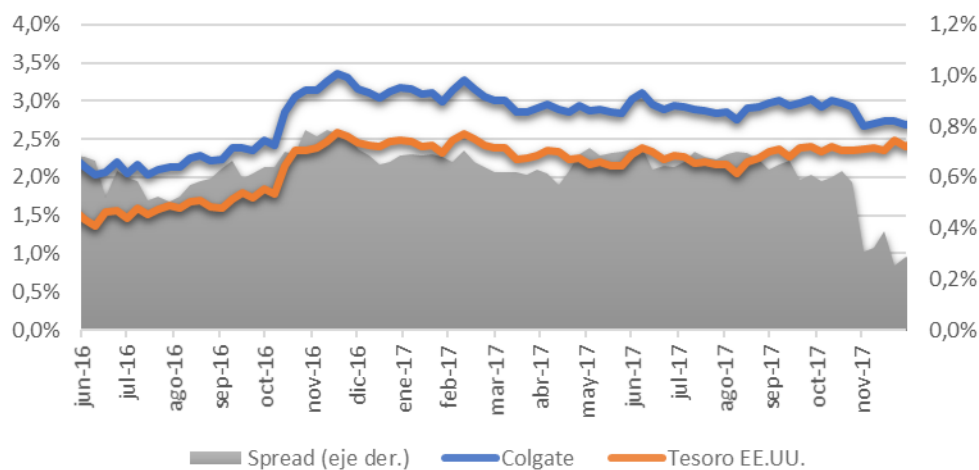


*Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.*

Para la estimación del costo de la deuda se toma el bono a diez años cuyo rendimiento a fin del 2017 se ubicó en **2,69%**.

Cabe destacar, que a fines de 2017 el spread de rendimiento entre los bonos – a diez años - de Colgate y del Tesoro de los EE. UU., se encontraba en torno a los 28 puntos básicos, tal como puede observarse en el Gráfico 40.

**Gráfico 40. Redimiento Bono a 10 años de Colgate y del Tesoro de EE.UU.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

#### 4.2.2 Costo del Capital Propio ( $k_e$ )

El costo del capital propio es el rendimiento mínimo que los accionistas demandan a la empresa para ser parte del negocio. Este es el mayor de los costes de financiación puesto que conlleva mayores riesgos. Recordemos que en términos de derechos para reclamar el flujo de fondos el accionista se ubican el último lugar, cediendo prelación de cobro a los acreedores y a los dueños de las acciones preferentes.

El modelo utilizado para estimar el costo del capital propio es el modelo de valuación de activos financieros (CAPM). El mismo establece que la tasa de rendimiento requerida por el accionista es a la suma de la tasa libre de riesgo más una prima por riesgo, donde el único riesgo relevante es el riesgo sistemático<sup>26</sup>. Este último se define como la contribución al riesgo de mercado (llamada beta) multiplicado por el riesgo de mercado (llamado prima de riesgo de mercado). Por lo tanto, el costo de capital propio bajo el modelo CAPM es:

$$k_e = Rf + \beta[E(Rm) - Rf]$$

Donde  $\beta$  mide la variación del rendimiento del activo con respecto a la variación del rendimiento de mercado<sup>27</sup>.

<sup>26</sup> El riesgo sistemático es el riesgo no diversificable. Dado que el modelo CAPM parte de la base de un portafolio diversificado, el riesgo diversificable no es compensado.

<sup>27</sup> En términos estadísticos se define como la cov  $(R_i, R_m) / r_i^2$

#### - Tasa Libre de Riesgo

Según Mascareñas () en la determinación del activo libre de riesgo ( $R_f$ ) se recomienda utilizar bonos soberanos a diez años por tres razones:

- a) La duración es semejante a la de los flujos de caja de la empresa a valorar,
- b) La duración es semejante a la del índice del mercado utilizado para calcular la prima de mercado y el coeficiente beta,
- c) Suele ser menos volátil y tiene una mayor liquidez que emisiones de mayor plazo.

En el presente trabajo la tasa libre de riesgo se estima como el rendimiento de los bonos del tesoro norteamericano a diez años.

La tasa de rendimiento de los bonos del tesoro a fines de 2017, y por lo tanto la tasa libre de riesgo estimada para 2017 es de **2,40%**.

#### - Estimación del Beta

El coeficiente beta se estima como la pendiente de la regresión lineal entre la variable explicativa (en este caso el rendimiento del portafolio de mercado relevante) y la variable explicada (el rendimiento de la acción de Colgate).

Dado que el 75% de los ingresos de Colgate se generan afuera de los EE. UU., el portafolio de mercado que se escogió para realizar la estimación del beta es el índice MSCI World Index (MXWO)<sup>28</sup>. Este índice de capitalización bursátil incluye 1.643 empresas de mediana y gran capitalización de más de 23 países.

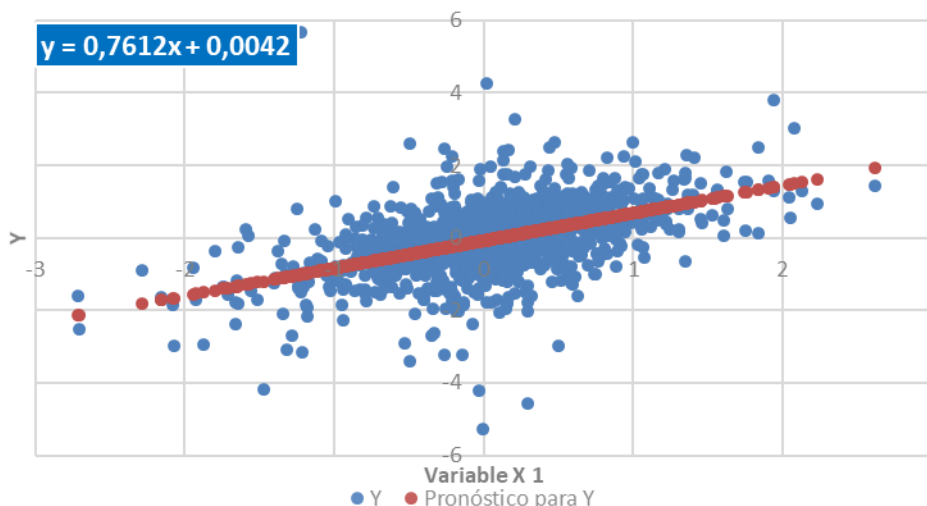
Para calcular el coeficiente beta se tomaron los retornos<sup>29</sup> diarios para el período 31/12/2012 - 29/12/2017.

---

<sup>28</sup> <https://www.msci.com/documents/10199/178e6643-6ae6-47b9-82be-e1fc565ededb>

<sup>29</sup> Los retornos se calculan como  $R_i = (R_t/R_{t-1}) - 1$

**Gráfico 41. Curva de regresión ajustada**



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

Como puede observarse el valor del beta es **0,7612**.

Adicionalmente se muestra en el cuadro a continuación la estimación del beta de Colgate en base a retornos semanales según el índice MXWO y el S&P500.

Cuadro 1. Estimación del Beta de Colgate según Índice y Período				
Índice	Período			
	3 años	5 años	7 años	10 años
MXWO	0,627	0,619	0,482	0,482
S&P 500	0,604	0,639	0,539	0,518

Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance

#### Estimación de la Prima de Mercado

Para la estimación de la prima de mercado, se consideró:

- Retorno de mercado: Retorno promedio anual (CAGR) del Índice de MSCI World Index para el período 2002-2017.
- Tasa Libre de Riesgo: Tasa de rendimiento del Bonos del Tesoro a diez años de los EE. UU. al cierre de 2017.
- Prima de Mercado: Es la diferencia entre el retorno de mercado y la tasa libre de riesgo.

Los resultados se exhiben la Tabla a continuación:

Tabla 14. Prima de Riesgo de Mercado	
Rendimiento MXWO (Prom. Geom) - 2002-2017	9,50%
Tasa Bonos del Tesoro EE.UU a 10 años 31/12/2017	2,40%
<b>Prime de Riesgo de Mercado</b>	<b>7,10%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos Robert Shiller y Yahoo

Por lo tanto, la prima de riesgo de mercado estimada es de **7,10%**.

#### Estimación del costo de capital propio

Una vez estimados los componentes se procede al cálculo del costo de capital propio de la siguiente manera:

$$k_e = Rf + \beta[E(Rm) - Rf]$$

$$k_e = 2,40\% + 0,7612 [9,50\% - 2,40\%] = 7,80\%$$

Por lo tanto, el costo de capital propio estimado para Colgate es de **7,80%**.

#### 4.2.3 Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)

Una vez obtenidas las estimaciones para el costo de capital propio y de la deuda se procede a la estimación del costo de capital de la firma.

En primer lugar, se define la estructura de capital de la compañía, es decir el ratio Deuda/Capital Propio (D/E en adelante). Este último, se calcula en base a la capitalización de mercado de la compañía. Como se mencionó en la sección Análisis Financiero, la estructura de capital de la empresa es bastante estable a lo largo del tiempo. El promedio de D/E para el período 2008-2017 fue de 10%.

Por otra parte, es necesario definir la tasa impositiva. La misma se extrae del último balance de la empresa, donde se estable que debido a la reforma impositiva en EE. UU., la compañía espera una tasa efectiva para el período 2018 de 26%-28%. Para la estimación se toma el promedio, es decir una tasa efectiva del 27%.

Finalmente, se procede al cálculo del WACC:

$$WACC = k_o = k_e * \left(\frac{E}{V}\right) + k_d (1 - t) * \left(\frac{D}{V}\right)$$

El resultado se observa en la Tabla 15 a continuación, arrojando un Costo de Capital de la Firma de 7,27%.

<b>Tabla 15. Cálculo de WACC</b>	
Costo de la Deuda (Kd)	2,69%
Tasa Impositiva Marginal	27,00%
Costo de la Deuda Neto (Kd*(1-t))	1,96%
Estructura de Capital (E/D)	10,00%
Costo de Capital Propio (Ke)	7,80%
<b>Costo de Capital (WACC)</b>	<b>7,27%</b>

Fuente: Elaboración propia.

### 4.3 Cálculo del Valor Terminal

Tal como se mencionó previamente, el Valor Terminal se define como:

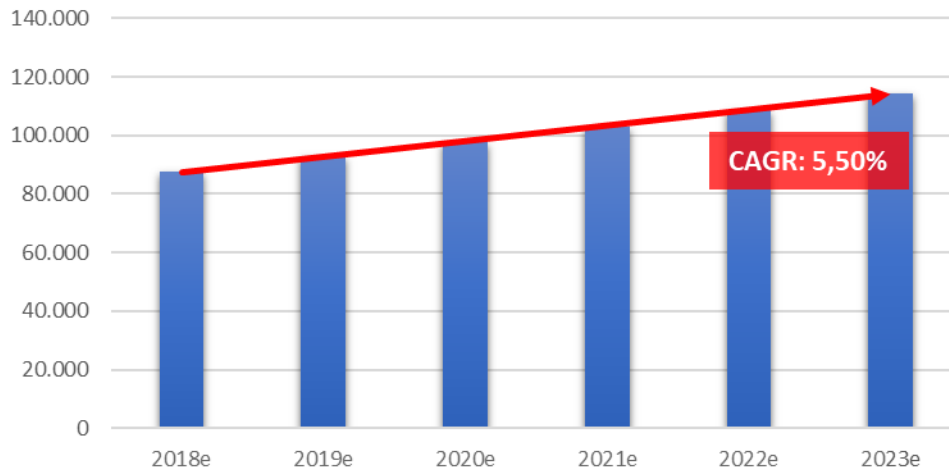
$$Valor\ Terminal = \frac{FCL_{n+1}}{k_o - g} = \frac{FCL_n x (1 + g)}{k_o - g}$$

Dado que Colgate es una empresa madura, el costo de capital  $k_o$  de largo plazo y el estimado para el horizonte de proyección no deberían diferir significativamente. Es decir, se utiliza un WACC de largo plazo de **7,27%**.

Para estimar el crecimiento de largo plazo en primer lugar se observa la tasa estimada de crecimiento de largo plazo de la economía mundial, ya que como se mencionó anteriormente Colgate coloca sus productos a nivel global.

En el Gráfico 42 se observan las proyecciones del Fondo Monetario Internacional para el producto bruto mundial a precios corrientes medido en dólares. Tal como puede apreciarse, la tasa de crecimiento CAGR proyectada de crecimiento nominal se estima en **5,50%**.

**Gráfico 42. PBI Mundial a Precios Corrientes  
(miles de millones de dólares)**



*Fuente: Elaboración propia en base a datos World Economic Outlook 2018, FMI.*

No obstante, en los últimos 4 años el crecimiento de la industria de BCP tal como se indicó en la sección “Análisis de la Industria” se ubicó en 1,6% (CAGR) mientras que el crecimiento del PBI mundial según datos del Fondo Monetario Internacional fue de 3,50% (CAGR). Es decir, la industria creció 190 puntos básicos menos que el promedio de la economía.

Por esta razón, para no sobreestimar el crecimiento de la empresa a largo plazo, se utiliza una tasa del **3,10%** (5,50% - 1,90%).

El resultado del valor terminal se presenta en el Anexo 1, junto con la valuación por flujo de fondos descontados.

#### 4.4 Resultado de la Valuación por Flujo de Fondos Descontados

A continuación, se presenta el resumen de los resultados de la valuación del capital accionario de Colgate-Palmolive mediante el método de flujo de fondos descontados. Los resultados completos se exhiben en el Anexo 1.

Tal como se indica en la Tabla 16, el resultado de la valuación del capital accionario de Colgate-Palmolive Company al 31/12/2017 es de 66.285 millones de dólares, o lo que es equivalente, un precio por acción de **74,66 dólares**. Dado que la cotización de cierre de 2017 para las acciones de Colgate-Palmolive fue de 75,35 dólares por acción, la valuación por flujo de fondos descontados nos indica que las acciones de Colgate podrían estar levemente (0,90%) sobrevaloradas.



<b>Tabla 16. Valuación del Capital Accionario de Colgate</b>	
Valores en Millones de Dólares (excepto % y dólares por acción)	
Fecha de Valuación	31/12/2017
Tasa Libre de Riesgo	2,40%
Tasa de Descuento (WACC)	7,27%
Tasa Impositiva Marginal	27,00%
Tasa de Crecimiento 2017-2022	2,68%
Tasa de Crecimiento de Largo Plazo	3,10%
Valor Actual Flujo de Fondos Libres 2017-2022	12.275
Valor Actual del Valor Terminal	59.274
<b>Valor de la Firma de Colgate-Palmolive</b>	<b>71.549</b>
Valor de la Deuda Financiera	6.799
Caja y Equivalentes	1.535
<b>Valor del Capital Accionario</b>	<b>66.285</b>
Cantidad de Acciones en Circulación (en millones)	888
<b>Precio por acción</b>	<b>74,66</b>

Fuente: Elaboración propia

A razón de las dificultades de proyectar y determinar las variables y parámetros de la valuación, se realiza un análisis de escenarios. Al escenario descrito anteriormente, al que definiremos como escenario base, se agregan dos escenarios que se definen a continuación:

- Escenario Optimista:
  - o Crecimiento de la Industria (promedio) 2018-2022: 4% (CAGR)
  - o Variación en cuota de mercado (promedio) de Colgate: + 50 puntos básicos
  - o Crecimiento de Ventas de Colgate (2018-2022): 6,00% (CAGR)
- Escenario Pesimista
  - o Crecimiento de la Industria (promedio) 2018-2022: 4% (CAGR)
  - o Variación en cuota de mercado (promedio) de Colgate: - 50 puntos básicos
  - o Crecimiento de Ventas de Colgate (2018-2022): 0,04%

Los resultados de la valuación del capital accionario de Colgate en el escenario optimista y en el escenario pesimista se detallan en los Anexos 2 y 3 respectivamente.

En la Tabla 17 a continuación, se comparan los tres escenarios:

<b>Tabla 17. Análisis de Escenarios: Valor del Capital Accionario de Colgate</b>			
Valores en Millones de Dólares (excepto % y dólares por acción)	Escenario Optimista	Escenario Base	Escenario Pesimista
Fecha de Valuación	31/12/2017	31/12/2017	31/12/2017
Tasa Libre de Riesgo	2,40%	2,40%	2,40%
Tasa de Descuento (WACC)	7,27%	7,27%	7,27%
Tasa Impositiva Marginal	27,00%	27,00%	27,00%
Tasa de Crecimiento 2017-2022	6,00%	2,68%	0,04%
Tasa de Crecimiento de Largo Plazo	3,10%	3,10%	3,10%
Valor Actual Flujo de Fondos Libres 2017-2022	13.041	12.275	11.702
Valor Actual del Valor Terminal	66.242	59.274	54.140
<b>Valor de la Firma de Colgate-Palmolive</b>	<b>79.283</b>	<b>71.549</b>	<b>65.842</b>
Valor de la Deuda Financiera	6.799	6.799	6.799
Caja y Equivalentes	1.535	1.535	1.535
<b>Valor del Capital Accionario</b>	<b>74.019</b>	<b>66.285</b>	<b>60.578</b>
Cantidad de Acciones en Circulación (en millones)	888	888	888
<b>Precio por acción</b>	<b>83,37</b>	<b>74,66</b>	<b>68,23</b>

Fuente: Elaboración propia.

Como puede apreciarse, el análisis de sensibilidad arroja un precio por acción en el rango de 68,23 y 83,37 dólares por acción para Colgate Palmolive. Es decir, el precio de cierre de mercado a fines de 2017 se ubica en el rango del análisis de sensibilidad.

## 5. Valuación de Colgate por Múltiplos

El método de valuación por múltiplos o método de valuación relativa es el método más utilizado por los practitioners para valorar empresas.

Este método supone que los ratios de la empresa deben ser similares a los de las empresas comparables, es decir, de empresas que se asemejan respecto a: tamaño, industria, mercados, crecimiento potencial, estructura de capital, riesgo, etc. En otras palabras, se busca obtener un “valor indirecto” de la empresa objetivo.

Según Damodaran hay dos componentes en la valuación relativa: a) En primer lugar, para valuar los activos los precios deben estar estandarizados, es decir se normalizan los precios en múltiplos de ganancias, valor de libros o ventas, b) es necesario encontrar firmas similares, lo cual siempre implica una dificultad ya que no hay empresas idénticas.

Damodaran define cuatro pasos básicos para el uso de múltiplos:

- Asegurarse que el múltiplo sea definido consistentemente y medido de manera uniforme en las empresas que se comparan.

- Considerar la distribución de los múltiplos no sólo en la industria sino en el mercado en general.
- Analizar y entender los fundamentos detrás de los múltiplos y de los cambios que puedan impactar en los múltiplos.
- Encontrar las firmas correctas para comparar.

## 5.1 Ratio de comparación

Dado que la valuación por múltiplos puede realizarse a través de distintos ratios según el tipo de industria y modelo de negocios, es necesario determinar el ratio relevantes para la valuación de Colgate.

Por la industria en la que se desempeña Colgate, el ratio mayormente utilizado es el Valor de la empresa sobre la ganancia antes de intereses, impuestos y amortizaciones EV/EBITDA

## 5.2 Empresas seleccionadas

Las compañías comparables para realizar la valuación según el análisis realizado a largo del presente trabajo son:

- The Procter & Gamble Company
- Estee Lauder Companies
- Kimberly-Clark Corporation
- Church & Dwight Co Inc
- Unilever Plc
- Glaxosmithkline Plc
- Johnson & Johnson
- Clorox Company

En la Tabla 18 a continuación, se muestran las características de las empresas comparables, en cuanto a tamaño de la compañía, margen bruto en porcentaje de ventas, ROA, apalancamiento financiero, y los ratios a utilizar en la comparación: EV/EBITDA.

Tal como puede observarse, el rango de tamaño de las empresas es amplio. Aquellas de mayor tamaño abarcan un mayor número con relación al segmento de negocio y diversidad en países en donde colocan sus productos en relación con las de menor tamaño.

Por su parte, el margen bruto sobre ventas también presenta importantes divergencias entre las compañías.

Respecto al apalancamiento podemos observar que en general es bajo, en promedio la deuda representa sólo el 16% del valor de las acciones.

Por el contrario, el retorno sobre activos es relativamente más uniforme.



Universidad de  
**San Andrés**

Tabla 18. Análisis de Compañías Comparables							
Empresa	Capitalización de Mercado (MC en Millones de USD)	Valor de la Empresa (EV en Millones de USD)	Margen Bruto %	ROA	D/E	EV / EBITDA	P/E
Johnson & Johnson	335.269	391.087	68,9%	11,5%	9,2%	14,39	21,86
The Procter & Gamble Company	199.181	241.494	50,7%	10,1%	14,2%	14,06	22,39
Unilever Plc	163.250	178.384	43,3%	11,5%	19,1%	13,31	21,49
Glaxosmithkline Plc	101.018	111.308	70,8%	4,9%	26,1%	8,14	42,12
Estee Lauder Companies	52.688	37.180	79,8%	11,7%	10,1%	15,84	25,89
Kimberly-Clark Corporation	37.298	49.487	36,2%	15,0%	17,5%	12,30	19,50
Clorox Company	17.482	18.967	44,9%	15,1%	12,8%	14,45	24,63
Church & Dwight Co Inc	13.290	14.519	45,8%	9,7%	19,1%	16,08	25,45
	<b>Mediana</b>		48,2%	11,5%	15,9%	14,23	23,51
	<b>Mínimo</b>		36,2%	4,9%	9,2%	8,14	19,50
	<b>Promedio</b>		<b>55,0%</b>	<b>11,2%</b>	<b>16,0%</b>	<b>13,57</b>	<b>25,42</b>
	<b>Máximo</b>		79,8%	15,1%	26,1%	16,08	42,12
<b>Colgate-Palmolive CO</b>	<b>57.538</b>	<b>71.327</b>	<b>60,6%</b>	<b>19,8%</b>	<b>10,0%</b>	<b>16,22</b>	<b>26,32</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

San Andrés

### 5.3 Resultado de la Valuación por Múltiplo

En la Tabla 19 se muestra la valuación relativa de Colgate según el múltiplo Valor de Empresa/ EBITDA. Tal como puede observarse, el rango (diferencia entre mínimo y máximo) es bastante amplio, arrojando un precio teórico de la acción entre 32,95 y 72,63 dólares. El precio medio es 60,08 si se considera la media aritmética y 63,38 si se considera la mediana. Dada la cantidad de datos, la mediana es estadísticamente más representativa.

De acuerdo con los datos exhibidos, el precio resultante por la valuación es 16% inferior al precio de cierre de mercado al 31/12/2017.

<b>Tabla 19. Valuación del Capital Accionario de Colgate por Múltiplos</b>				
<b>Año Fiscal 2017</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Promedio</b>	<b>Máximo</b>	<b>Mediana</b>
EV / EBITDA - Empresas Comparables	8,14x	13,57x	16,08x	14,23x
EBITDA de Colgate - en USD Millones		4.397		
EV Colgate s/ múltiplo (en USD Millones)	35.792	59.667	70.704	62.569
Deuda Financiera Colgate (en USD Millones)		6.799		
Valor Acciones Colgate (en USD Millones)	28.993	52.868	63.905	55.770
Cantidad de Acciones (en Millones)		879,9		
<b>Precio por Acción (USD)</b>	<b>32,95</b>	<b>60,08</b>	<b>72,63</b>	<b>63,38</b>

Fuente: Elaboración propia.

## Tablas y Cuadros Anexos

### ANEXO 1. VALUACIÓN DE COLGATE-PALMOLIVE AL 31/12/2017 - ESCENARIO BASE

Año	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Valor Terminal
Ventas Netas	17.420	17.277	16.034	15.195	15.454	15.868	16.293	16.730	17.178	17.639	
Costos de Bienes Vendidos	( 7.219)	( 7.168)	( 6.635)	( 6.072)	( 6.174)	( 6.243)	( 6.318)	( 6.312)	( 6.317)	( 6.428)	
<b>Resultado Bruto</b>	<b>10.201</b>	<b>10.109</b>	<b>9.399</b>	<b>9.123</b>	<b>9.280</b>	<b>9.626</b>	<b>9.976</b>	<b>10.418</b>	<b>10.862</b>	<b>11.210</b>	
Gtos de Vtas, Grales y Adm y otros gastos	( 6.645)	( 6.552)	( 5.526)	( 5.286)	( 5.691)	( 5.736)	( 5.915)	( 6.098)	( 6.287)	( 6.482)	
Resultado Operativo (EBIT)	3.556	3.557	3.873	3.837	3.589	3.889	4.061	4.320	4.574	4.728	
Impuesto a las ganancias (provisión)	( 1.155)	( 1.194)	( 1.215)	( 1.152)	( 1.313)	( 1.050)	( 1.096)	( 1.166)	( 1.235)	( 1.277)	
<b>EBIT x (1-t)</b>	<b>2.401</b>	<b>2.363</b>	<b>2.658</b>	<b>2.685</b>	<b>2.276</b>	<b>2.839</b>	<b>2.965</b>	<b>3.153</b>	<b>3.339</b>	<b>3.452</b>	
Depreciaciones	439	442	449	443	475	515	558	604	652	703	
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>2.840</b>	<b>2.805</b>	<b>3.107</b>	<b>3.128</b>	<b>2.751</b>	<b>3.354</b>	<b>3.523</b>	<b>3.757</b>	<b>3.991</b>	<b>4.155</b>	
Capital de Trabajo	1718	1703	1497	1458	1.489	1.539	1.580	1.623	1.666	1.711	
Variación de Capital de Trabajo	-25	15	206	39	31	50	41	42	43	45	
Capex	670	757	691	593	553	635	652	669	687	706	
<b>Inversión Bruta</b>	<b>645</b>	<b>742</b>	<b>485</b>	<b>554</b>	<b>584</b>	<b>685</b>	<b>693</b>	<b>712</b>	<b>731</b>	<b>750</b>	
Flujo Caja Libre	2.195	2.063	2.622	2.574	2.167	2.669	2.830	3.046	3.261	3.405	
<b>Valor Actual FCL</b>						<b>2.488</b>	<b>2.459</b>	<b>2.467</b>	<b>2.463</b>	<b>2.397</b>	<b>59.274</b>

Valor Actual FCL 2017-2022	12.275
Valor Actual Valor Terminal	59.274
Valor de la Firma	71.549
Deuda Financiera	6.799
Caja y Eq.	1.535
<b>Valor Capital Accionario Colgate</b>	<b>66.285</b>

Acciones en Circulación (en millones)	887,8
<b>PRECIO POR ACCIÓN</b>	<b>74,66</b>

Valor Terminal	
FCL 2022	3.404,6
Tasa Crec. Largo Plazo	3,10%
WACC	7,27%
<b>Valor Terminal</b>	<b>84.187</b>

Fuente: Elaboración propia.

## ANEXO 2. VALUACIÓN DE COLGATE-PALMOLIVE AL 31/12/2017 - ESCENARIO OPTIMISTA

Año	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Valor Terminal
Ventas Netas	17.420	17.277	16.034	15.195	15.454	16.381	17.364	18.406	19.510	20.681	
Costos de Bienes Vendidos	( 7.219)	( 7.168)	( 6.635)	( 6.072)	( 6.174)	( 6.444)	( 6.733)	( 6.944)	( 7.174)	( 7.537)	
<b>Resultado Bruto</b>	<b>10.201</b>	<b>10.109</b>	<b>9.399</b>	<b>9.123</b>	<b>9.280</b>	<b>9.937</b>	<b>10.631</b>	<b>11.461</b>	<b>12.336</b>	<b>13.144</b>	
Gtos de Vtas, Grales y Adm y otros gastos	( 6.645)	( 6.552)	( 5.526)	( 5.286)	( 5.691)	( 5.922)	( 6.303)	( 6.709)	( 7.141)	( 7.600)	
Resultado Operativo (EBIT)	3.556	3.557	3.873	3.837	3.589	4.015	4.328	4.752	5.195	5.544	
Impuesto a las ganancias (provisión)	( 1.155)	( 1.194)	( 1.215)	( 1.152)	( 1.313)	( 1.084)	( 1.169)	( 1.283)	( 1.403)	( 1.497)	
<b>EBIT x (1-t)</b>	<b>2.401</b>	<b>2.363</b>	<b>2.658</b>	<b>2.685</b>	<b>2.276</b>	<b>2.931</b>	<b>3.159</b>	<b>3.469</b>	<b>3.792</b>	<b>4.047</b>	
Depreciaciones	439	442	449	443	475	515	558	604	652	703	
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>2.840</b>	<b>2.805</b>	<b>3.107</b>	<b>3.128</b>	<b>2.751</b>	<b>3.446</b>	<b>3.717</b>	<b>4.073</b>	<b>4.445</b>	<b>4.750</b>	
Capital de Trabajo	1718	1703	1497	1458	1.489	1.589	1.684	1.785	1.893	2.006	
Variación de Capital de Trabajo	-25	15	206	39	31	100	95	101	107	114	
Capex	670	757	691	593	553	655	695	736	780	827	
<b>Inversión Bruta</b>	<b>645</b>	<b>742</b>	<b>485</b>	<b>554</b>	<b>584</b>	<b>755</b>	<b>790</b>	<b>837</b>	<b>888</b>	<b>941</b>	
Flujo Caja Libre	2.195	2.063	2.622	2.574	2.167	2.691	2.927	3.236	3.557	3.809	94.102
<b>Valor Actual FCL</b>						<b>2.508</b>	<b>2.544</b>	<b>2.621</b>	<b>2.686</b>	<b>2.682</b>	<b>66.242</b>

Valor Actual FCL 2017-2022	13.041
Valor Actual Valor Terminal	66.242
Valor de la Firma	79.283
Deuda Financiera	6.799
Caja y Eq.	1.535
<b>Valor Capital Accionario Colgate</b>	<b>74.019</b>

Acciones en Circulación (en millones)	887,8
<b>PRECIO POR ACCIÓN</b>	<b>83,37</b>

Valor Terminal	
FCL 2022	3.809,3
Tasa Crec. Largo Plazo	3,10%
WACC	7,27%
<b>Valor Terminal</b>	<b>94.102</b>

Fuente: Elaboración propia.



### ANEXO 3. VALUACIÓN DE COLGATE-PALMOLIVE AL 31/12/2017 - ESCENARIO PESIMISTA

Año	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Valor Terminal
Ventas Netas	17.420	17.277	16.034	15.195	15.454	15.460	15.466	15.473	15.479	15.485	
Costos de Bienes Vendidos	( 7.219)	( 7.168)	( 6.635)	( 6.072)	( 6.174)	( 6.082)	( 5.997)	( 5.838)	( 5.692)	( 5.643)	
<b>Resultado Bruto</b>	<b>10.201</b>	<b>10.109</b>	<b>9.399</b>	<b>9.123</b>	<b>9.280</b>	<b>9.378</b>	<b>9.469</b>	<b>9.635</b>	<b>9.787</b>	<b>9.842</b>	
Gtos de Vtas, Grales y Adm y otros gastos	( 6.645)	( 6.552)	( 5.526)	( 5.286)	( 5.691)	( 5.589)	( 5.614)	( 5.640)	( 5.665)	( 5.691)	
Resultado Operativo (EBIT)	3.556	3.557	3.873	3.837	3.589	3.789	3.855	3.995	4.122	4.151	
Impuesto a las ganancias (provisión)	( 1.155)	( 1.194)	( 1.215)	( 1.152)	( 1.313)	( 1.023)	( 1.041)	( 1.079)	( 1.113)	( 1.121)	
<b>EBIT x (1-t)</b>	<b>2.401</b>	<b>2.363</b>	<b>2.658</b>	<b>2.685</b>	<b>2.276</b>	<b>2.766</b>	<b>2.814</b>	<b>2.916</b>	<b>3.009</b>	<b>3.030</b>	
Depreciaciones	439	442	449	443	475	515	558	604	652	703	
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>2.840</b>	<b>2.805</b>	<b>3.107</b>	<b>3.128</b>	<b>2.751</b>	<b>3.281</b>	<b>3.372</b>	<b>3.520</b>	<b>3.661</b>	<b>3.733</b>	
Capital de Trabajo	1718	1703	1497	1458	1.489	1.500	1.500	1.501	1.501	1.502	
Variación de Capital de Trabajo	-25	15	206	39	31	11	1	1	1	1	
Capex	670	757	691	593	553	618	619	619	619	619	
<b>Inversión Bruta</b>	<b>645</b>	<b>742</b>	<b>485</b>	<b>554</b>	<b>584</b>	<b>629</b>	<b>619</b>	<b>620</b>	<b>620</b>	<b>620</b>	
Flujo Caja Libre	2.195	2.063	2.622	2.574	2.167	2.652	2.753	2.901	3.041	3.113	76.909
<b>Valor Actual FCL</b>						<b>2.472</b>	<b>2.392</b>	<b>2.350</b>	<b>2.297</b>	<b>2.192</b>	<b>54.140</b>

Valor Actual FCL 2017-2022	11.702
Valor Actual Valor Terminal	54.140
Valor de la Firma	65.842
Deuda Financiera	6.799
Caja y Eq.	1.535
<b>Valor Capital Accionario Colgate</b>	<b>60.578</b>

Acciones en Circulación (en millones)	887,8
<b>PRECIO POR ACCIÓN</b>	<b>68,23</b>

Valor Terminal	
FCL 2022	3.113,4
Tasa Crec. Largo Plazo	3,10%
WACC	7,27%
<b>Valor Terminal</b>	<b>76.909</b>

Fuente: Elaboración propia.

## Referencias Bibliográficas

- Base de Datos de Bloomberg.
- Base de Datos de Emis.  
<https://www-emis-com.eza.udesa.edu.ar/>
- Base de Datos Statista Online. *Consumer Market Outlook – Cosmetics and Personal Care, 2010-2021. Mayo de 2017.*
- Bloomberg. *Bloomberg Intelligence. BI Basics. Diciembre 2017.*
- Bloomberg. *Bloomberg Intelligence. Global Beauty, Home & Personal Care Outlook. Diciembre 2017.*
- Bloomberg. *Bloomberg Intelligence. Household Products Analysis. Diciembre 2017.*
- Bloomberg. *Bloomberg Intelligence. Household Products Analysis. Diciembre 2017.*
- Colgate Palmolive Co, *Annual Report 2009, Febrero de 2010.*
- Colgate Palmolive Co, *Annual Report 2010, Febrero de 2011.*
- Colgate Palmolive Co, *Annual Report 2011, Febrero de 2012.*
- Colgate Palmolive Co, *Annual Report 2012, Febrero de 2013.*
- Colgate Palmolive Co, *Annual Report 2013, Febrero de 2014.*
- Colgate Palmolive Co, *Annual Report 2014, Febrero de 2015.*
- Colgate Palmolive Co, *Annual Report 2015, Febrero de 2016.*
- Colgate Palmolive Co, *Annual Report 2016, Febrero de 2017.*
- Colgate Palmolive Co, *Annual Report 2017, Febrero de 2018.*
- Damodaran, Aswath. *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and*
- Damodaran, Aswath. *On Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance. 2da Ed. Agosto de 2006.*
- Damodaran, Aswath. *Online Database: Historical Returns: Stocks, T. Bonds & T.Bills With Premiums.*
- Fernandez Pablo,
- Fernández, Pablo. *Métodos de Valoración de Empresas. Noviembre 2008.*
- Financial Visualization.  
<https://finviz.com/>
- Fondo Monetario Internacional (IMF). *World Economic Outlook 2018, Julio 2018.*

- Global Research & Data Services, *Cosmetic, Perfume, and Toiletry Market in the World to 2022*. Abril 2018.
- Grand View Research, *Market Estimates & Trend Analysis, Organic Personal Care Ingredients Market*. 2018
- *Implications – The 2012 Edition*. Marzo 2012.
- J.P. Morgan. *Colgate Palmolive Co.: “Not Losing The Smile, Slowdown Seems Transitory; Initiative with Neutral Rating”*. Marzo 2017.
- Johnson & Johnson. Annual Report 2017, Febrero 2018.
- Mascareñas Perez-Iñigo, Juan, *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas 5ta Ed.* 2011.
- Passport, *Colgate-Palmolive Co In Beauty and Personal Care (world)*, Agosto 2017.
- S&P Global, *S&P Dow Jones Indices*, Junio 2018.
- The Procter & Gamble Company. *Annual Report 2017*, Febrero 2018.
- Unilever. *Annual Report and Accounts 2017*, Febrero de 2018.
- US Securities and Exchange Commision. *Company Filings*.  
<https://www.sec.gov/>
- Yahoo Finance.  
<https://finance.yahoo.com>