



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Valuación Kimberly Clark Corp.

Autor: Gabriel Nicolás Mattiuzzi

DNI: 34.499.959

Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

Buenos Aires, Noviembre 2020

Índice

Resumen Ejecutivo	3
Descripción de la Empresa	4
Historia de Kimberly-Clark (1872-2014).....	4
Kimberly-Clark Corp. en el mundo	6
Kimberly-Clark Corp. (2015 – 2019)	10
Análisis de ventas y EBIT por Segmentos de Negocios	13
Análisis de ventas y EBIT por Región Geográfica	15
Kimberly-Clark y el mercado accionario.....	18
Descripción de la industria	20
Identificación de la industria	20
Industria de Productos Domésticos y Personales	21
Industria de Productos Domésticos de Papeles & Higiene	23
Principales participantes de la Industria de Papel & Higiene	24
Análisis de Ventas en la Industria de Papel & Higiene	27
Participación de Kimberly-Clark en principales Geografías	29
Análisis Financiero.....	33
Evolución de Ratios Kimberly-Clark.....	39
Ratios de Kimberly-Clark vs. Principales Competidores.....	42
Valuación de Kimberly-Clark por Flujo de Fondos descontados.....	46
Valuación de Kimberly – Clark por FFD (Resultados)	66
Valuación de Kimberly-Clark Relativa o por Múltiplos.....	71
Anexo	76
Bibliografía	86
Académica	86
Reportes y Artículos	87
Sitios Web.....	89
Glosario	90

Resumen Ejecutivo

El objeto del presente trabajo es presentar el análisis financiero y el ejercicio de valuación del capital accionario de Kimberly-Clark Corp., compañía fundada en 1872 y consolidada como una de las principales fabricantes de productos de cuidado personal e higiene.

Este trabajo se organiza en torno a cuatro secciones principales:

Sección I: Historia – Mercado – Industria: donde se realiza un análisis en torno a la composición del mercado en el que participa Kimberly-Clark y su posicionamiento en el mismo; asimismo, se presenta un análisis del desempeño histórico de Kimberly-Clark y sus pares del mercado.

Sección II: Análisis Financiero: donde se desarrolla un análisis de todos los ratios de rentabilidad, estructura financiera y gestión, tanto de Kimberly-Clark como de sus principales competidores.

Sección III: Valuación del capital accionario de Kimberly-Clark: en este apartado se valúa la empresa, tomando como referencia la información publicada hasta el 31 de Diciembre de 2019. Los dos métodos de valuación que se utilizan son: 1) el de Flujo de Fondos Descontados, para los próximos 5 años (2020-2024), donde, adicionalmente, se han proyectado 3 posibles escenarios. *Pesimista – Base – Optimista*. 2) el Método de Valuación Relativa o por Múltiplos.

Sección IV: Anexos (Gráficos y Tablas), Bibliografía y Glosario.

A modo de síntesis, los resultados obtenidos de las valuaciones fueron los siguientes:

1) Valuación de Kimberly-Clark por Flujo de Fondos descontados:

- *Optimista:* US\$ 217,63
- *Base:* US\$ 182,92
- *Pesimista:* US\$ 147,11

2) Valuación de Kimberly-Clark Relativa o por Múltiplos:

- Para este método se ha utilizado el múltiplo EV/EBITDA. Como resultado de este ejercicio de valuación, se ha obtenido un valor de la acción de Kimberly-Clark entre: US\$ 115,88 y US\$ 184,73, de modo que se puede afirmar que el escenario más probable arroja US\$ 150,30 por acción.

Los resultados de ambas valuaciones, con todos los supuestos que se usaron para su construcción, arrojan un precio superior a la cotización del mercado de la acción de Kimberly-Clark Corp. al 31 de Diciembre de 2019, la cual cotizaba a US\$ 137,55.

SECCIÓN I

Descripción de la Empresa

Historia de Kimberly-Clark (1872-2014)¹

Con 147 años de historia, el nacimiento de Kimberly-Clark surge en plena edad dorada de la industria de papel, de la mano de cinco empresarios americanos. Éstos reunieron aproximadamente US\$ 31.000 para, el 26 de Marzo de 1872, en Neenah, una pequeña ciudad del estado de Wisconsin, fundar lo que en ese entonces se llamó “Kimberly, Clark & Co”.

Sus fundadores fueron Charles Clark (copropietario de una ferretería local); John A. Kimberly (hijo de una de las familias más poderosas del área, dueño de una tienda general, y quien operaba el molino harinero más grande de la ciudad); Havilah Babcock (socio comercial de John A. Kimberly); y Frank Shattuck y George Whiting (ambos, vendedores de diversos artículos en la ciudad). A pesar de su falta de experiencia en la industria, desde un comienzo se especializaron en la producción de papel de diario, utilizando el lino y el algodón como materia prima.

A continuación, se detalla un resumen de los principales hitos de Kimberly-Clark a lo largo de su historia:

- Para la década de 1880, ya estaba posicionada como la principal productora de papel en el medio oeste de los Estados Unidos y comenzó a producir, además, papel para regalos y libros.
- En 1890, el papel higiénico Scott se convirtió en uno de sus principales productos.
- Para 1915, la empresa comenzó a fabricar lo que fue denominado como “Cellucotton”, un estilo de algodón compuesto por celulosa que fue utilizado en la Primera Guerra Mundial como vendaje para los heridos. En virtud de este nuevo compuesto, se crearon dos nuevas unidades de negocio: una, enfocada en la protección femenina con las toallas Kotex (1920); y, otra, de pañuelos descartables Kleenex (1924).
- Recién en 1925, Kimberly-Clark comenzó a comercializar sus productos fuera de los Estados Unidos exportando, en primera instancia, a Canadá.
- En 1929, comenzó a cotizar en la bolsa de los Estados Unidos (NYSE) bajo el ticker “KMB”.

¹ Véase: <https://www.kimberly-clark.com/es/company/about-us> (Último Acceso: 31/08/20). Véase: <https://muse.jhu.edu/book/28319> ; *Kotex, Kleenex, Huggies: Kimberly-Clark and the Consumer Revolution in American Business* [Thomas Heinrich](#), [Bob Batchelor](#) 2004 (Último Acceso 20/05/20)

- En la década de 1950, creó nuevas plantas en México, Alemania y Reino Unido. Asimismo, con la llegada de la televisión, fue la primera empresa en lanzar una publicidad de papel higiénico.
- Para la década de 1960, Kimberly-Clark creó 17 filiales en el extranjero.
- En el año 1977, se crearon los pañales desechables Huggies, que rápidamente logró posicionarse como la marca N°1 en los Estados Unidos. Hasta la actualidad, se mantienen como uno de los productos líderes de la compañía.
- En las dos décadas siguientes, Kimberly-Clark continuó adquiriendo productos y abriendo plantas en distintos países del mundo. En este sentido, creó la línea pañales y toallas para incontinencia de adultos (1980); los pañales “Pull-Ups” (1989); las toallitas húmedas para bebés (1990); y lanzaron los primeros pañales resistentes al agua “Little Swimmers” (1997), entre otros.
- En Noviembre 2014, la empresa completó su Spin-Off² del segmento de cuidado para la salud, transformándolo en una compañía independiente y pública que pasó a llamarse Halyard Health Inc. (Ticker: AVNS). Ésta se enfoca en brindar soluciones quirúrgicas y de prevención de infecciones clínicas. Vende sus productos en más de 100 países y opera en 11 países con alrededor de 12.700 empleados, generando, aproximadamente, US\$ 1.600 millones en ingresos netos. Con respecto a sus acciones, durante el Spin-Off se repartieron el 100% de las acciones ordinarias a los tenedores de KMB, utilizando una metodología de repartición de 1 acción de Halyard por cada 8 de KMB. La reestructuración se realizó de acuerdo con la ley estadounidense, de modo que se consideró libre de impuestos para los accionistas. Actualmente, Kimberly-Clark no tiene en su posición ninguna acción de Halyard Health Inc.

² Existen distintos métodos a través de los cuales una compañía puede desinvertir (vender) algunos de sus activos. En este caso, el Spin-Off se refiere a la decisión de una compañía matriz (controlante) de distribuir entre los accionistas acciones de la compañía subsidiaria que está siendo separada de forma prorratea. Los Accionistas preexistentes reciben acciones de las dos (o más) compañías conformadas luego del Spin-Off, en reemplazo de las acciones de la compañía original que se dividió. Cada una de las nuevas compañías es una entidad diferente de la original, y posee su propia administración.

Kimberly-Clark Corp. en el mundo

Kimberly-Clark (también conocida como KC, o KMB, por su ticker), de origen estadounidense, cuenta con 85 centros de fabricación y oficinas (31 dentro de EE. UU. y 54 en el resto del mundo), distribuidos en 34 países. La empresa emplea a más de 40.000 personas. A su vez, el mercado al que abastece Kimberly-Clark incluye millones de consumidores ubicados en más de 175 países.³

Como se puede observar en la siguiente tabla, Kimberly-Clark se posiciona como la empresa 22 de consumo masivo a nivel mundial.

Tabla 1. Ranking de Ventas 2019 Empresas de Consumo Masivo

Ranking de Ventas 2019					
#	Empresa	US\$	#	Empresa	US\$
1	Nestlé AG	\$ 93.400	12	Danone	\$ 29.070
2	Procter & Gamble	\$ 67.684	13	Heineken	\$ 26.499
3	PepsiCo	\$ 67.161	14	Kraft Heinz	\$ 26.259
4	Unilever	\$ 58.228	15	Mondelez	\$ 25.938
5	AB-InBev	\$ 54.619	16	Archer Daniels Midland	\$ 24.831
6	JBS	\$ 49.044	17	WH Group	\$ 21.283
7	Tyson Foods	\$ 40.052	18	Suntory	\$ 20.383
8	Coca-Cola Company	\$ 37.266	19	Altria Group	\$ 19.513
9	British American Tobacco	\$ 32.656	20	Japan Tobacco	\$ 18.974
10	L'Oréal	\$ 31.766	21	Asahi Breweries	\$ 18.765
11	Philip Morris International	\$ 29.625	22	Kimberly-Clark	\$ 18.450

Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista

Los productos que ofrece Kimberly-Clark, se diferencian en 3 grandes segmentos de negocio, con un gran portafolio de marcas y precios dentro de cada uno, a fin de llegar individualmente a cada consumidor, según su situación económica y edad.⁴







Cuidado Personal: Los productos de este segmento ofrecen una amplia variedad de soluciones y productos innovadores, como pañales desechables, pantalones de entrenamiento y juveniles, pantalones de baño, toallitas para bebés, prendas femeninas, productos para el cuidado de la incontinencia y otros suministros relacionados. Los productos incluidos en este segmento, a su vez, se subdividen en los siguientes subsegmentos:

³ Véase: Sitio Oficial Kimberly – Clark <https://www.kimberly-clark.com/> (Último Acceso: 31/08/20)

⁴ Véase: <https://www.kimberly-clark.com/es/brands/our-brands> (Último Acceso: 15/06/20)

- **Cuidado para Bebés y niños:** dentro de este subsegmento se pueden encontrar pañales, toallitas húmedas para bebés, ropa interior con protección para niños. Además, se encuentra compuesto por las siguientes marcas:


Tabla 2. Marcas y Productos de Kimberly-Clark – Cuidado para Bebés y Niños

Marcas y Productos de Kimberly-Clark – Cuidado para Bebés y Niños	
Marcas	Productos / Función
	Marcas enfocadas principalmente en Pañales (desde recién nacidos hasta 5-6 años), Toallitas húmedas hipoalergénicas para la limpieza del bebe y apósitos postparto.
	Marca pensada en lograr la transición de pañales a ropa interior para niños, sin descuidar la protección ante posibles accidentes.
	Son pañales nocturnos pensados para niños mayores a los 5-7 años, con mayores niveles de absorción y mas resistentes.
	Son pañales que resistentes al agua para que los bebes y niños puedan disfrutar de la pileta sin inconvenientes.
	Marca con principal foco en el mercado de México que ofrece variedad de productos, tales como: Pañales, toallitas húmedas, jabón duro, Shampoo y crema humectante.
	Es una línea superior de lociones y cremas para el cuidado de la piel de bebes y niños.

Fuente: Elaboración propia en base a Web Kimberly-Clark (Nuestras Marcas)

- **Cuidado Femenino:** en este subsegmento se encuentra toda la gama de suministros para el cuidado de higiene femenina, con una amplia variedad de productos, formas y funciones. Las marcas comprendidas dentro de este subsegmento son:




Tabla 3. Marcas y Productos de Kimberly-Clark – Cuidado Femenino

Marcas y Productos de Kimberly-Clark – Cuidado Femenino	
Marcas	Productos / Función
	Todas estas marcas se especializan en productos de higiene femenina, tales como toallitas, protectores (en todos sus tamaños, formas y niveles de absorción) y tampones.

Fuente: Elaboración propia en base a Web Kimberly-Clark (Nuestras Marcas)

- Cuidado Para Adultos e Incontinencia:** en este subsegmento se encuentran toda la gama de productos orientados al cuidado de adultos e incontinencias urinarias. Las marcas que forman parte de este subsegmento son:













Tabla 4. Marcas y Productos de Kimberly-Clark – Cuidado para Adultos e Incontinencia

Marcas y Productos de Kimberly-Clark – Cuidado para Adultos e Incontinencia	
Marcas	Productos / Función
	Enfocado en productos para controlar incontinencia femenina, como toallas, protectores diarios, ropa interior, y protectores de cama.
 	Enfocado en productos para controlar incontinencia masculina, como toallas, protectores diarios, ropa interior, y protectores de cama.

Fuente: Elaboración propia en base a Web Kimberly-Clark (Nuestras Marcas)

Cuidado Familiar o Papel (Consumer Tissue): los productos correspondientes a este segmento incluyen pañuelos faciales, papel higiénico y papel del hogar (toallas de papel, servilletas de cocina, etc.); y se venden bajo las siguientes marcas, dependiendo la geografía:




Tabla 5. Marcas y Productos de Kimberly-Clark – Cuidado Familiar o Papel

Marcas y Productos de Kimberly-Clark – Cuidado Familiar o Papel	
Marcas	Productos / Función
           	<p>Estas marcas se enfocan según su geografía en productos de papel, tales como:</p> <ul style="list-style-type: none"> Papel Higiénico (Doble y Simple Hoja, con esencias, texturados, etc.) Papel Facial (papeles desechables doble y simple hoja, con esencias, etc.) Papeles Cocina (rollos de cocina, paños para limpiar superficies, etc.)

Fuente: Elaboración propia en base a Web Kimberly-Clark (Nuestras Marcas)

Kimberly-Clark Profesional: es un segmento que busca asociarse con empresas, comercios, hospitales y clínicas para ofrecerles todas sus soluciones de limpieza, higiene y seguridad, a través de una gama de facilidades y productos de apoyo, como limpiadores, pañuelos, toallas, prendas de seguridad, jabones y desinfectantes. Se venden bajo las siguientes marcas:

Tabla 6. Marcas y Productos de Kimberly-Clark – Profesional

Marcas y Productos de Kimberly-Clark – Profesional	
Marcas	Productos / Función
	<p>Estas marcas ofrecen la misma variedad de productos de los ofrecidos en el segmento Familiar o Papel, pero pensado para grandes comercios o empresas.</p> <p>Adicionalmente bajo la marca Scott también se ofrecen aromatizadores de ambientes, como jabones líquidos y en espuma.</p>
	<p>Esta marca ofrece paños de papel para entornos médicos, de preparación, científicos y estériles.</p>
	<p>Se enfoca principalmente en productos de seguridad e higiene, como trajes de bioseguridad, mascararas, guantes, etc.</p>

Fuente: Elaboración propia en base a Web Kimberly-Clark (Nuestras Marcas)

Con respecto a las ventas de sus productos, si bien a nivel global se observa una tendencia de los consumidores a volcar sus compras hacia los canales del e-commerce, por el momento, para Kimberly-Clark el peso de estos canales a nivel mundial no llega al 6% de sus ventas. En este sentido, el 94% de las ventas de sus productos de Cuidado Personal y Cuidado Familiar o Papel, se concentran en 4 canales principales:

Supermercados: a nivel global es uno de los canales que más volumen de venta tiene de los productos de Kimberly-Clark

Farmacias: es uno de los canales más pequeños donde opera Kimberly-Clark, ya que, tanto por el espacio de góndola disponible para los productos, como por el tamaño de los locales, no es de los canales que más ventas generan.

Pañaleras: no se encuentran en todas las geografías donde opera Kimberly-Clark (principalmente se encuentran en Latinoamérica). En los países donde hay pañaleras, representa el segundo canal de ventas de la compañía, dado que son tiendas especializadas en bebés y en la venta de todos sus productos.

Mayoristas & Distribuidores: a nivel mundial, es el canal que más peso de ventas tiene, ya que se encarga de hacer llegar todos los productos de Kimberly-Clark a cada tienda de cercanía (almacén, kiosco, autoservicio, etc.).

Por último, resulta pertinente mencionar que todos los productos del sector profesional se venden, desde los centros de distribución, directamente a las diferentes oficinas, edificios, instituciones públicas o de salud, etc.

Kimberly-Clark Corp. (2015 – 2019)

En lo que respecta a las ventas totales reportadas por Kimberly-Clark, como puede observarse en el Gráfico 1., en 2019 facturó US\$ 18.450 millones, con un nivel de ventas en los últimos 5 años relativamente estable, aunque con una tasa CAGR resultante de -0,31%.

Cabe mencionar que los movimientos de aumento o disminución en las ventas que se dan año contra año, apreciados en el Gráfico 1., no significan necesariamente un desmejoramiento de las operaciones de Kimberly-Clark.

Tales variaciones en los ingresos por ventas pueden darse por los recursos propios de la empresa, sin tener en cuenta otros impactos (movimientos tipo de cambio, adquisiciones o desconsolidaciones). El ingreso por ventas, al estar compuesto tanto por el volumen vendido, como por el precio de venta, puede generar tres tipos de impactos (positivos o negativos) sobre el ingreso por ventas:

1. Uno, es el efecto *Precio* que viene dado, exclusivamente, por cambios en el precio neto de los productos vendidos.
2. Otro efecto es el de *Volumen*, dado por el simple contraste de la variación de volumen vendido entre los períodos bajo comparación.
3. Por último, el efecto *Mix* impulsado, principalmente, por los distintos precios que puede tener cada uno de los productos de la compañía, y por cómo cambió su participación respecto del período que se está comparando.

La suma de estos tres efectos indica cuál fue el crecimiento o decrecimiento en base a los propios recursos de la compañía.

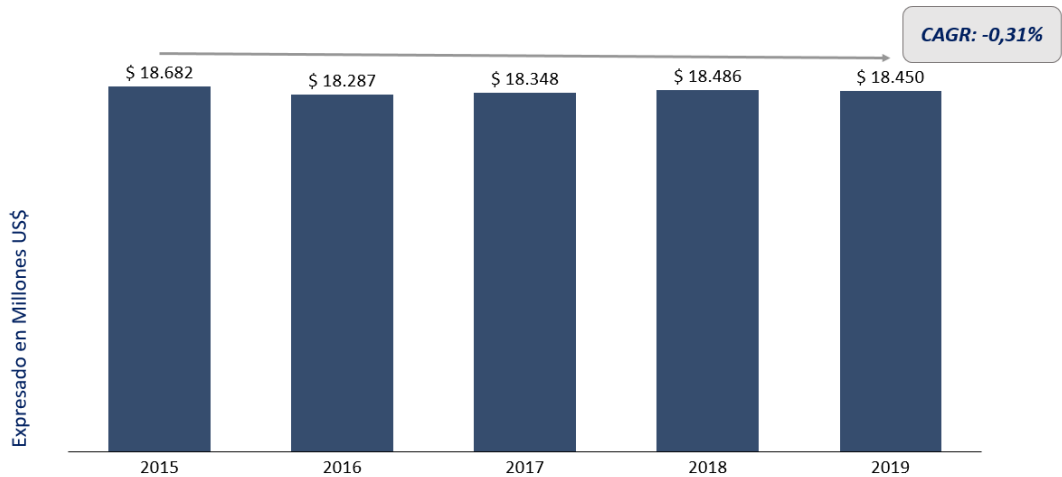
Al mismo tiempo, hay otros efectos que podrían afectar el ingreso por ventas de una compañía, como son los efectos por adquisiciones desconsolidaciones y los efectos tipo de cambio.

El primero de estos efectos, no compromete a Kimberly-Clark en el período bajo análisis, ya que el último Spin-Off que sufrió fue en 2014, cuando se desprendió de su negocio de Health Care (Halyard Health Inc.); y, para los próximos años, no tiene pensado realizar ningún tipo de adquisición o desconsolidación.

Respecto al segundo de los efectos mencionados, por tratarse de una empresa multinacional, podría ocurrir que una apreciación o depreciación del dólar estadounidense respecto a otras monedas donde la compañía opere, generando variaciones en las ventas totales. Si bien este segundo efecto afecta a Kimberly-Clark algunos años positivamente y otros negativamente, para las valuaciones del presente trabajo no se tendrá en cuenta, dada la dificultad de poder estimar estas alteraciones futuras en los tipos de cambios.

Gráfico 1.

Evolución de Ventas Totales de Kimberly-Clark



Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

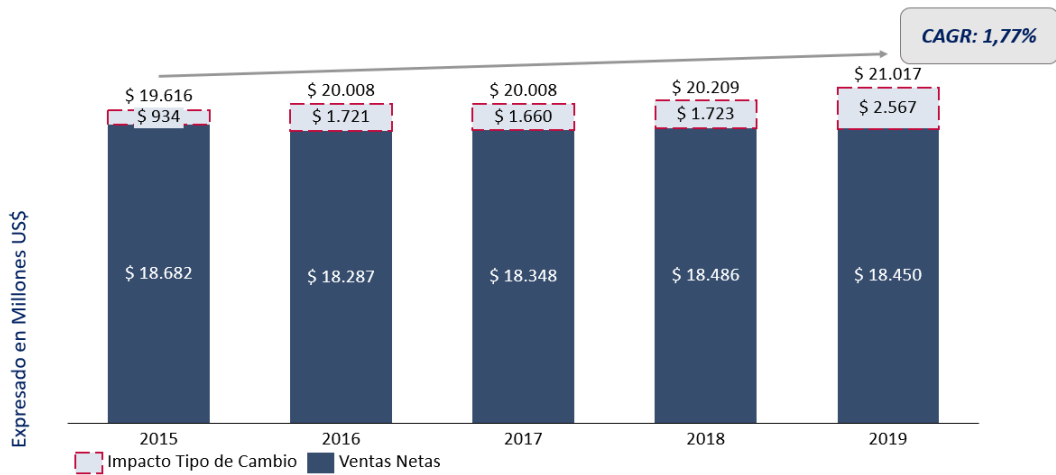
Con respecto a las variaciones en el ingreso por ventas durante 2015-2019, en los años donde se observó mayor variación fue entre 2015 y 2016, porque las ventas cayeron un -2,11%, pasando de US\$ 18.682 millones a US\$ 18.287 millones. Esta caída vino impulsada en -4,11%, principalmente por la reducción del crecimiento económico a nivel global y, fundamentalmente, por la devaluación cambiaria versus el dólar estadounidense. Esto tuvo lugar por varios motivos. Por ejemplo, los países donde opera Kimberly-Clark que se vieron más afectados por el movimiento cambiario fueron Reino Unido (por anuncio del Brexit), Argentina (por cambio de gobierno y liberación del Cepo cambiario), China (por menor ritmo económico y reducción de exportaciones). Dicha caída del ingreso por ventas se vio en parte compensada en un 2,00% por mayor volumen de venta.

En esta línea de análisis, resulta oportuno señalar que otro año con gran variación fue entre 2017 y 2018, donde las ventas aumentaron un 0,75%, pasando de US\$ 18.348 millones a US\$ 18.486 millones. Este aumento se vio impulsado en un 1,50% por mejor mix de productos de venta y fue, en parte, compensado en -0,75% por la variación en los tipos de cambio, principalmente en países latinoamericanos.

Entre 2016-2017 y 2018-2019 las ventas se mantuvieron casi constantes.

Como puede observarse en el Gráfico 2., si se realiza un análisis del ingreso por ventas, entre 2015 y 2019, sin tener en cuenta el impacto que generó el efecto tipo de cambio, se puede observar que los recursos propios de la empresa generaron un CAGR de 1,77%. Lo que demuestra el gran impacto que tiene el tipo de cambio, en el ingreso por ventas totales de Kimberly-Clark.

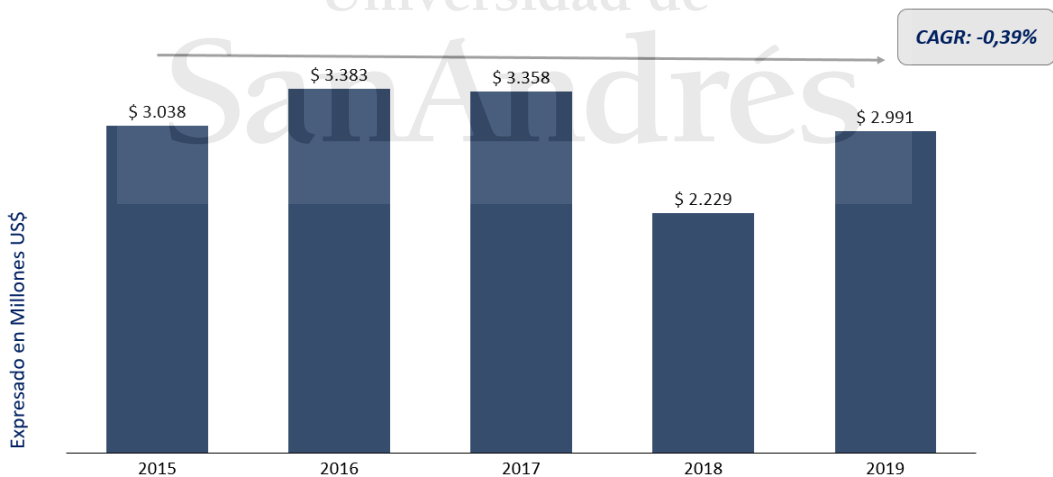
Gráfico 2. Evolución de Ventas Totales de Kimberly-Clark (Recursos Propios)



Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Con respecto al Margen Operativo o EBIT reportado por Kimberly-Clark, como se puede observar en el Gráfico 3., en 2019 fue de US\$ 2.991 millones, presentó un crecimiento hasta 2017, pero en 2018 cayó un -33,6% vs 2017, recuperando parcialmente esta caída en 2019 en 34,2% vs 2018. La tasa CAGR de los Márgenes Operativos en los últimos 5 años fue de -0,39%.

Gráfico 3. Evolución del Margen Operativo (EBIT) de Kimberly-Clark



Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

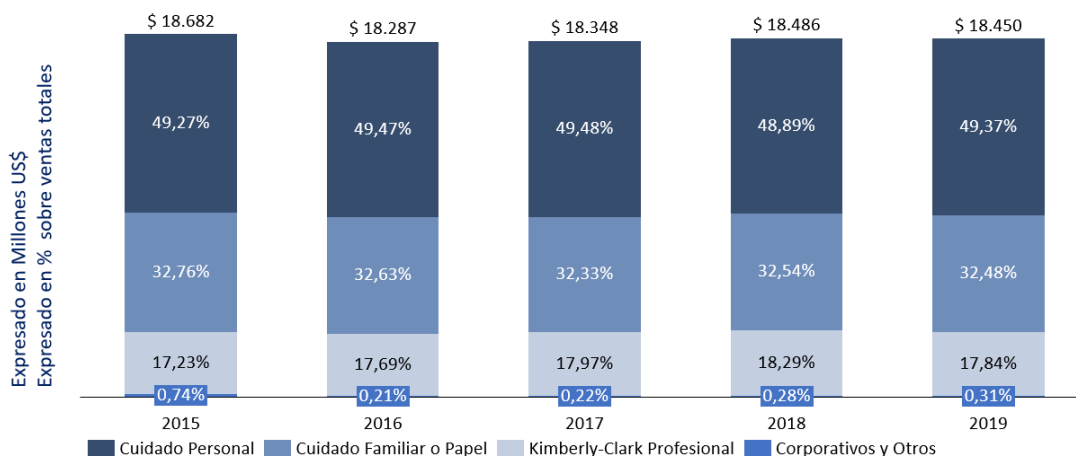
Estas variaciones del Margen Operativo resultan del interjuego de múltiples factores, tales como: las condiciones macroeconómicas desfavorables en algunos países donde opera Kimberly-Clark (devaluaciones monetarias), mayores costos de producción, logística, sumado al ingreso de nuevos competidores y a la pelea de precios en cada geografía.

Es por este motivo que Kimberly-Clark tiene una cultura muy fuerte de ahorro de costos. Tal conducta se presenta alrededor de todos los segmentos de productos y en todas las geografías donde opera. De ahí, el principal objetivo es alcanzar una mayor eficiencia en los costos de producción y gastos generales-administrativos, de forma tal de poder emplear los recursos efectivamente y enfocarse en desarrollar las unidades de negocio más rentables, o en la investigación y desarrollo de nuevas unidades. Por esto último, por ejemplo, Kimberly-Clark desde 2014 está implementando la política de reducción de costos llamada *FORCE* (por sus siglas en inglés), que busca eficientizar los costos y redireccionar las inversiones a los segmentos de productos con mayor perspectiva de crecimiento.

La última estrategia de reducción de costos que implementó Kimberly-Clark, que explica la reducción del Margen Operativo que se observa en 2018, fue lanzada el 23 de Enero de 2018 bajo el nombre de *GRP* (por sus siglas en inglés). Ésta busca impactar en todos los segmentos de productos y geografías donde está presente, con el objetivo de reducir costos estructurales para fines de 2020. Los tres principales pilares de este plan son: la inversión aproximada de US\$ 2.000 millones, para eficientizar las líneas de producción y reducir los gastos generales y administrativos; el cierre de las 10 plantas de producción con peor rentabilidad a nivel mundial, para poder enfocarse en las más rentables; y, por último, discontinuar todos los productos que reporten menos del 1% de las ventas. Se ha estimado que el impacto total de este plan se verá reflejado en la reducción de, aproximadamente, 5000 puestos de trabajo y una disminución de costos anuales hacia finales del 2021 de US\$ 550 millones.

Análisis de ventas y EBIT por Segmentos de Negocios

Como ya se ha mencionado con anterioridad, Kimberly-Clark cuenta con tres segmentos principales de negocios y, cada uno de estos, tiene un peso distinto en las ventas totales, tal como puede apreciarse en el Gráfico 4. En este sentido, se observa que, a pesar de que Kimberly-Clark nació como empresa productora de papel, el segmento de negocio que mayor participación tiene de las ventas totales es Cuidado Personal, con un promedio de los últimos 5 años de 49,30%; seguido por Cuidado Familiar o Papel, con 32,50%; y, por último, el segmento de Profesional, con 17,80%. Si se hace la suma de las participaciones, se observa que da un total de 99,60%. El 0,40% restante es aportado por un segmento que pertenece a corporativo y, otros, que son gastos o ingresos que no pueden ser asignados a las operaciones de los segmentos anteriores, o que se generan por venta de productos al personal de la empresa.

Gráfico 4. Evolución de Ventas Totales de Kimberly-Clark – Por Subsegmento de Negocios

Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Tal como fuera señalado en el apartado anterior, las mayores variaciones interanuales de las ventas se dieron entre 2015-2016 y entre 2017-2018.

Si se realiza un análisis más profundo respecto a los efectos que originaron estas variaciones por segmento de negocio, se puede decir que, entre 2015-2016, el ingreso por ventas del segmento de cuidado personal cayó un -2,00%. Tal caída responde, por un lado, a una caída de -1,00% de los precios netos y, por otro, a una caída del -5,00% de los efectos cambiarios, explicados anteriormente; de todos modos, éstas caídas fueron compensadas en parte, debido a un mayor volumen de venta de 4,00%. En lo que concierne a cuidado Familiar o Papel, éste sufrió una caída de -3,00%, impulsada por un peor mix de ventas de -1,00% y -2,00% por efectos cambiarios. Por último, el segmento de Profesional tuvo un ingreso por ventas negativo en -2,00%, impulsado por peor mix de ventas en -1,00% y -2,00% por efecto tipo de cambio, compensados parcialmente por un mejor precio neto de ventas en 1,00%.

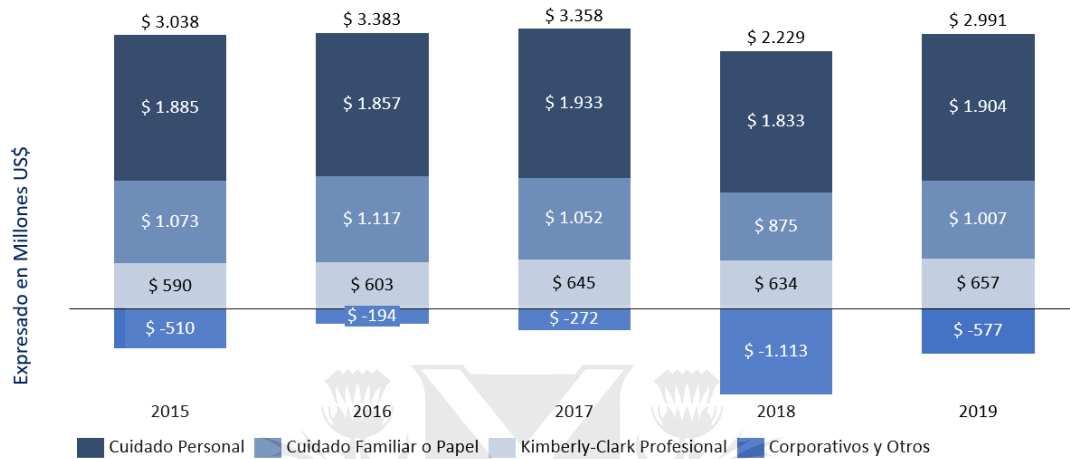
Entre 2017-2018, el incremento del ingreso por ventas se vio fomentado, principalmente, por Cuidado Familiar o Papel y Profesional. El primero de los segmentos presentó un crecimiento por ventas de 1,00%, impulsado en 2,00% por mayor precio neto de sus productos y, en parte, compensado por caída de -1,00% de volumen de venta. En el caso de Profesional, se trata del segmento de venta con mayor crecimiento, 3,00%, impulsado por mejora de mix, de volumen y de precio netos de 1,00%, cada uno.

En lo que respecta al Margen Operativo por segmentos, como puede observarse en el Gráfico 5., la importancia de cada segmento en la participación del Margen Operativo es similar al de las ventas totales. Aún así, se puede observar que Cuidado Personal pasa a tener mayor participación en el Margen Operativo, con un peso de 53,20%; Cuidado Familiar o Papel con 29,20%; y, por último, Profesional con 17,60%⁵.

⁵ Estos porcentajes son un promedio de los últimos 5 años (2015-2019), sin tener en consideración los montos generados por Corporativos y Otros, ya que no pueden ser asignados a ninguno de los Segmentos de Negocios.

La mayor proporción de Cuidado Personal viene dada, principalmente, por los mayores costos o asignaciones de gastos administrativos que impactan en el negocio de Cuidado Familiar o Papel, y por la imposibilidad de trasladar estos mismos a precio, ya que es uno de los segmentos que más competidores y variedad de precios tiene en el mundo.

Gráfico 5. Evolución del Margen Operativo (EBIT) de Kimberly-Clark – Por Subsegmento de Negocios



Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Análisis de ventas y EBIT por Región Geográfica

Dada la escala y alcance global de las ventas de Kimberly-Clark, las operaciones y administración de la compañía se organizan en dos regiones geográficas ⁶ principales:

- Estados Unidos
- Fuera de Estados Unidos (incluye Europa, Asia, África, Oceanía, Resto América)

Sus oficinas centrales se encuentran en Dallas, Texas, Estados Unidos y, como ya se ha mencionado, los productos de Kimberly-Clark se venden en 174 países del mundo. Además, cuenta con 85 centros de producción y oficinas distribuidos en 34 países.

⁶ División utilizada por Kimberly-Clark en sus reportes anuales (véase Reporte Anual 10-K 2019)

Tabla 7.

Instalaciones de Kimberly-Clark por el mundo

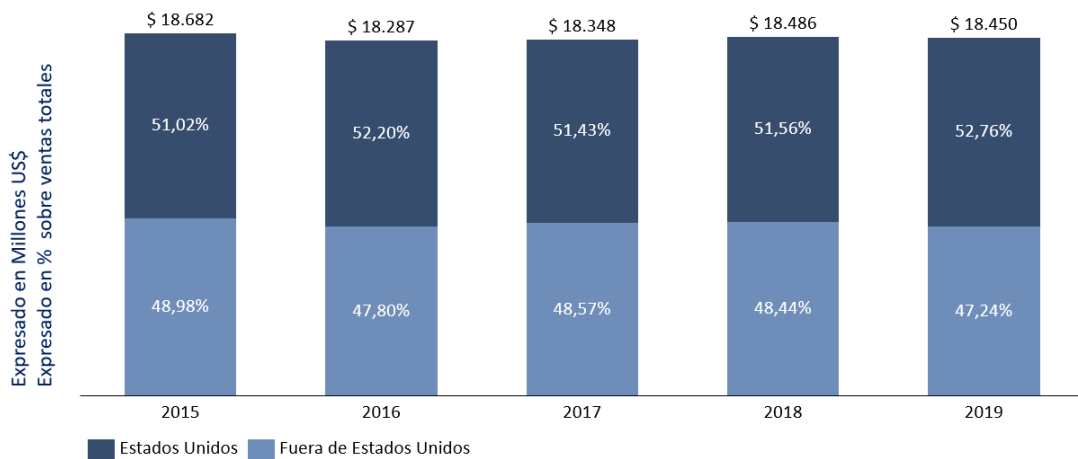
Instalaciones de Kimberly-Clark	
Área Geográfica	# Insatalaciones
Estados Unidos	31
Fuera de Estados unidos	54
Total (en 34 paises)	85

Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2019

Si bien las oficinas centrales se encuentran en Estados Unidos y son las que definen estrategias globales, como las mencionadas en el apartado anterior (FORCE y GRP), la administración correspondiente a cada región geográfica es responsable por las decisiones de negocio, las operaciones de manufactura, procesamiento y distribución. Esto último permite aprovechar la escala global y poder administrar cada región y segmentos de productos, en base a los distintos panoramas, competidores, legislaciones o ambientes de cada país, a fin de aprovechar cualquier oportunidad de crecimiento que pueda surgir en los principales mercados donde opera la empresa.

En virtud de la clasificación mencionada, como puede observarse en el Gráfico 6., el área geográfica que mayor participación tiene en las ventas totales de Kimberly-Clark es Estados Unidos, con un promedio de los últimos 5 años de 52,00%; mientras que el 48,00% restante de la participación en las ventas, viene dado por los países Fuera de Estados Unidos. Estas proporciones se mantuvieron relativamente estables durante cada uno de los 5 años.

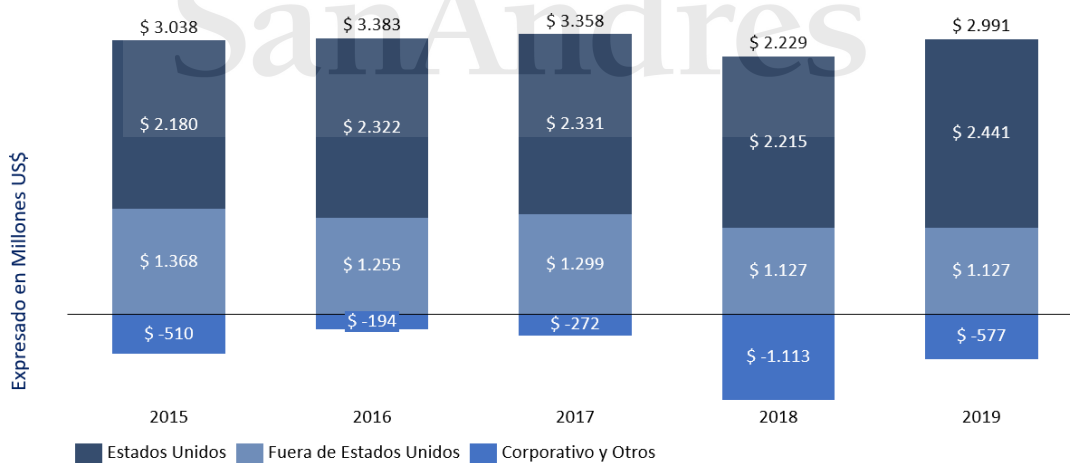
Gráfico 6. Evolución de Ventas Totales de Kimberly-Clark – Por Región Geográfica



Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Ahora bien, en donde efectivamente puede observarse una gran diferencia de esta proporción, es en lo que respecta al Margen Operativo por área geográfica, donde un 65,00% del mismo viene por Estados Unidos y el 35,00% restante viene dado por los países Fuera de Estados Unidos⁷. Tal situación puede explicarse, principalmente, por las adversidades macroeconómicas (devaluaciones de monedas, legislaciones, etc.) que enfrentan cada uno de los países Fuera de Estados Unidos, sumado a lo que ya se mencionó sobre los mayores costos logísticos y de producción.

Gráfico 7. Evolución del Margen Operativo (EBIT) de Kimberly-Clark – Por Región Geográfica



Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

⁷ Estos porcentajes son un promedio de los últimos 5 años (2015-2019), sin tener en consideración los montos generados por Corporativos y Otros, ya que no pueden ser asignados a ninguno de los Segmentos de Negocios.

Kimberly-Clark y el mercado accionario

Desde 1929, Kimberly-Clark cotiza en la bolsa de los Estados Unidos (NYSE) bajo el ticker *KMB* y, desde 1935, paga ininterrumpidamente dividendos cuatrimestrales. Por esto último, KMB forma parte de una lista conocida como *Dividendos Aristocráticos*⁸, compuesta por todas las empresas del Standard & Poor's 500 (S&P 500) que aumentaron sus dividendos anualmente en los últimos 25 años.

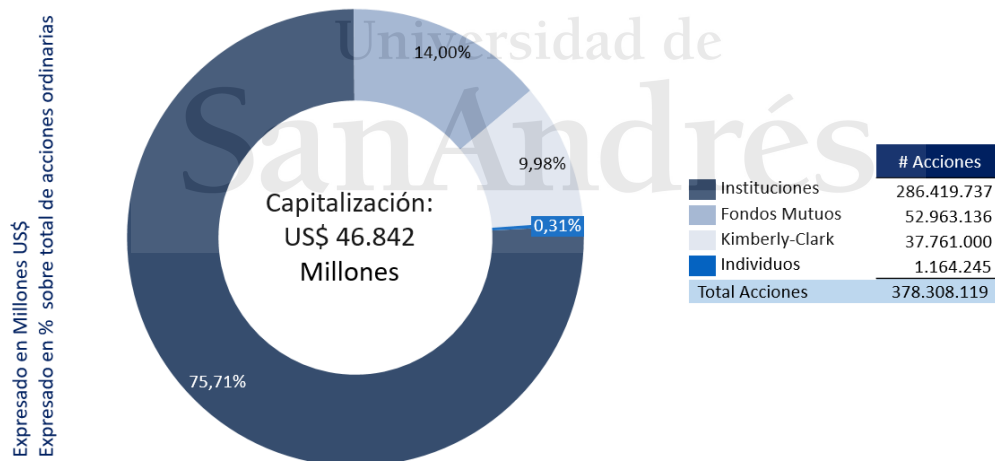
Como se puede observar en el Gráfico 8., al 31 de Diciembre de 2019, Kimberly-Clark tiene emitidas un total de 378.308.119 acciones ordinarias de tipo A, de las cuales 340.547.119 son de libre flotación (90% del total)⁹, con una capitalización de mercado de, aproximadamente, US\$ 46.842 millones (Precio de la acción al 31 Diciembre 2019: US\$ 137,55¹⁰)

Las acciones que se observan bajo el nombre “Kimberly-Clark”, son parte de un programa de recompra de acciones que aprobó la administración el 13 de Noviembre de 2014, el cual permite la recompra de hasta 40.000.000 de acciones por un monto que no exceda a los US\$ 5.000 millones. En virtud de este programa, durante el 2019, se recompraron 6.200.000 acciones por un costo de US\$ 800 millones a través de un bróker en el mercado abierto.¹¹

La distribución del total de las acciones emitidas por Kimberly-Clark es la siguiente:

Gráfico 8.

Distribución de las Acciones de Kimberly-Clark



Fuente: Elaboración propia en base a Money.Cnn.com

⁸ <https://www.suredividend.com/kimberly-clark-billion-dollar-brands/> (Último Acceso: 28/06/20)

⁹ Véase: <https://money.cnn.com/quote/shareholders/shareholders.html?symb=KMB&subView=institutio> (Último Acceso: 30/06/20)

¹⁰ Véase Yahoo Finance. Kimberly-Clark Corp. – Historical Data, <https://finance.yahoo.com/quote/KMB?p=KMB>. (Último Acceso: 28/08/20)

¹¹ Información provista por Kimberly-Clark (véase Reporte Anual 10-K 2019)

Del total de acciones emitidas por Kimberly-Clark que quedan en libre flotación, el 84,11% están en poder de instituciones privadas; un 15,55% en poder de Fondos Mutuos; y el 0,34% restante en propiedad de inversionistas individuales. De todas formas, como puede apreciarse en las siguientes dos tablas, el grupo accionista que más acciones tiene en su propiedad representa un 8% del total de las acciones en libre flotación, lo que muestra que se tiene una distribución “saludable” de éstas.

Tabla 8. Principales propietarios de acciones en flotación de Kimberly-Clark - Instituciones

Expresado en Millones US\$ Expresado en % sobre total de acciones ordinarias	Instituciones			
	Nombre	Proporción	# Acciones	US\$
	The Vanguard Group, Inc.	8,09%	27.563.280	\$ 3.899
	SSgA Funds Management, Inc.	5,42%	18.447.970	\$ 2.609
	BlackRock Fund Advisors	5,28%	17.985.726	\$ 2.544
	T. Rowe Price Associates, Inc.	2,25%	7.676.334	\$ 1.086
	Columbia Management Investment	1,73%	5.900.320	\$ 835
	Geode Capital Management LLC	1,70%	5.788.760	\$ 819
	Massachusetts Financial Services	1,40%	4.777.770	\$ 676
	Northern Trust Investments, Inc.	1,35%	4.591.522	\$ 649
	Invesco Advisers, Inc.	1,16%	3.964.408	\$ 561
	Norges Bank Investment Management	1,12%	3.826.246	\$ 541

Fuente: Elaboración propia en base a Marketscreener.com

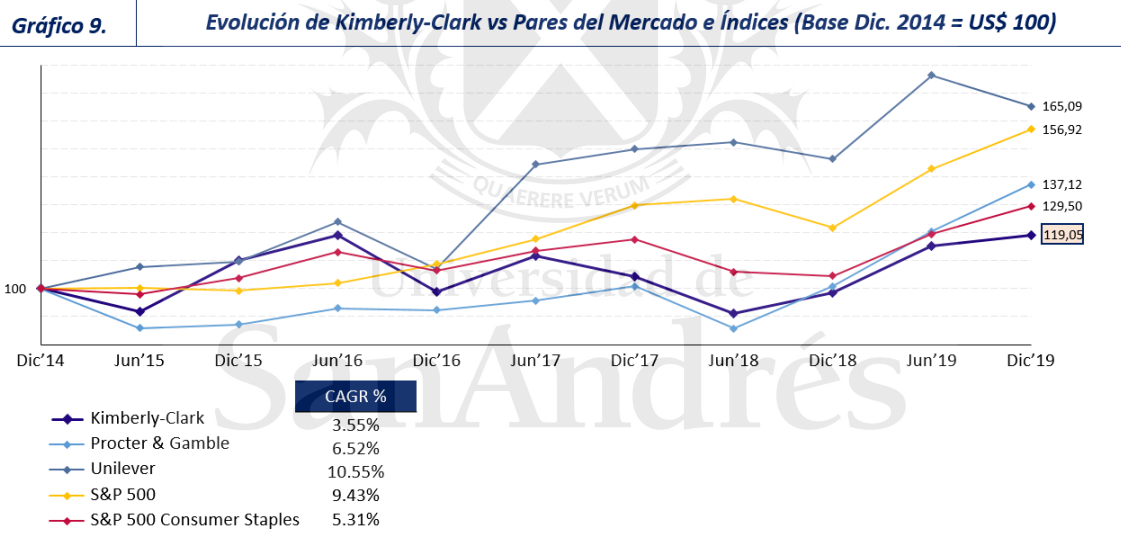
Tabla 9. Principales propietarios de acciones en flotación de Kimberly-Clark – Fondos Mutuos

Expresado en Millones US\$ Expresado en % sobre total de acciones ordinarias	Fondos Mutuos			
	Nombre	Proporción	# Acciones	US\$
	Vanguard Total Stock Market Index	2,92%	9.933.547	\$ 1.405
	Vanguard 500 Index Fund	2,06%	7.015.521	\$ 992
	Government Pension Fund - Global	1,09%	3.710.686	\$ 525
	SPDR S&P 500 ETF	1,07%	3.642.934	\$ 515
	Vanguard Institutional Index Fund	0,89%	3.035.625	\$ 429
	SPDR Series - Consumer Staples	0,89%	3.028.124	\$ 428
	Fidelity 500 Index Fund	0,89%	3.023.788	\$ 428
	Invesco Diversified Dividend Fund	0,89%	3.014.728	\$ 426
	iShares Core S&P 500 ETF	0,76%	2.569.630	\$ 363
	Vanguard Value Index Fund	0,68%	2.322.277	\$ 328

Fuente: Elaboración propia en base a Marketscreener.com

Con relación a la evolución de los precios de las acciones de Kimberly-Clark, si bien se identifican años de caída, puede decirse que tuvo una evolución favorable en los últimos 5 años, aumentando un 19,05% su valor, y pasando de US\$ 115,54 en Diciembre 2015 a US\$ 137,55 en Diciembre 2019¹².

Tras realizar un análisis más detallado de la evolución de retornos mensuales de los precios de las acciones de Kimberly-Clark en comparación con: los principales competidores del sector (Procter & Gamble, bajo el Ticker *PG*, y Unilever, bajo el Ticker *UL*); los índices relevantes como son el S&P 500 (mercado); y el S&P 500 Consumer Staples (este último agrupa todas las compañías del S&P 500 que pertenecen al sector de bienes de primera necesidad); puede afirmarse que este análisis arroja una foto no tan positiva para las acciones de Kimberly-Clark. Esto se debe a que, a pesar de tener una tasa ponderada de crecimiento anual positiva de 3,55%, se encuentra por debajo de sus competidores y de los índices mencionados. La acción con mejor evolución fue la de Unilever que performó por encima del mercado (S&P 500), seguida por Procter & Gamble que performó por debajo del mercado (S&P 500), pero por encima del S&P 500 Consumer Staples.



Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo! Finance

Descripción de la industria

Identificación de la industria

Al considerar los 3 segmentos donde compite Kimberly-Clark, resulta de suma importancia poder identificar a qué sector e industria corresponde la empresa, a fin de establecer una comparación con empresas que presenten un modelo de negocio similar.

¹² Véase Yahoo Finance. Kimberly-Clark Corp. – Historical Data, <https://finance.yahoo.com/quote/KMB?p=KMB>. (Último Acceso: 28/08/20)

Con este propósito, se utilizará la clasificación propuesta por la MSCI, denominada GICS

13.

Tabla 10. Clasificación de las industrias según GICS (Propuesta del MSCI)

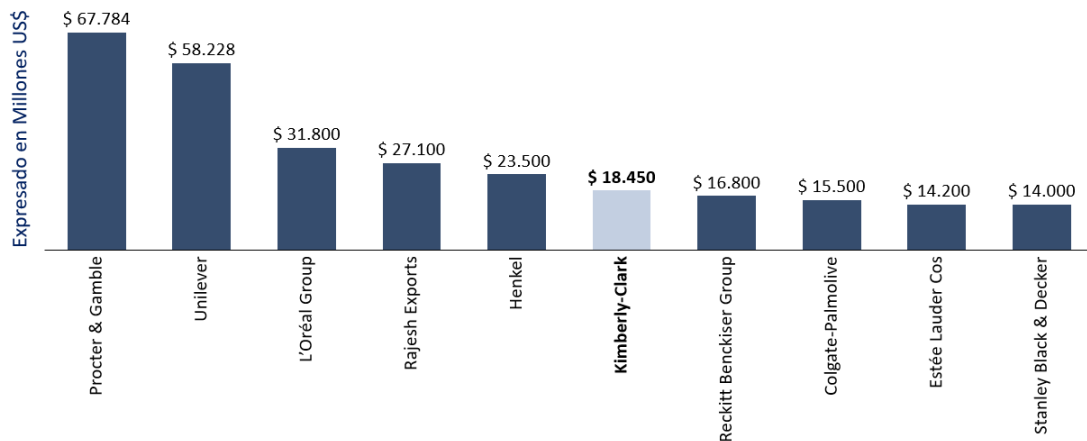
Clasificación de Industrias según el GICS			
Sector	Grupo de Industrias	Industria	Sub-Industria
Productos de Primera Necesidad	Productos Domésticos y Personales	Productos Domésticos	Empresas dedicadas a la producción de artículos domésticos no duraderos, como detergentes, jabones, pañales, y otros productos domésticos de papel, como pañuelos, no clasificados en la rama de productos papeleros
		Productos Personales	Empresas dedicadas a la producción de artículos personales y de belleza, como cosméticos y perfumes.

Fuente: Elaboración propia en base a msci.com

Industria de Productos Domésticos y Personales

Al considerar la segmentación presentada en la Tabla 10., Kimberly-Clark se encuentra dentro de la industria de Productos Domésticos y Personales y, tal como puede observarse en el Gráfico 10., se posiciona entre las empresas más importantes dentro de esta industria.

Gráfico 10. Ingreso por Ventas 2019 de las Empresas de Industria de Productos Domésticos y Personales



Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista

¹³ Véase: MSCI – Modelo GICS: Modelo utilizado desde 1999, que abarca 11 Sectores – 24 Grupos de Industrias – 69 Industrias – 158 Sub Industrias, <https://www.msci.com/gics> (Último Acceso: 15/07/20)

La industria de Productos Domésticos y Personales, como se aprecia en el Gráfico 11., generó, aproximadamente, US\$ 489.000 millones en ventas totales durante 2019, donde casi el 50,00% de éstas se generaron en Estados Unidos (25,00%) y China (20,00%).

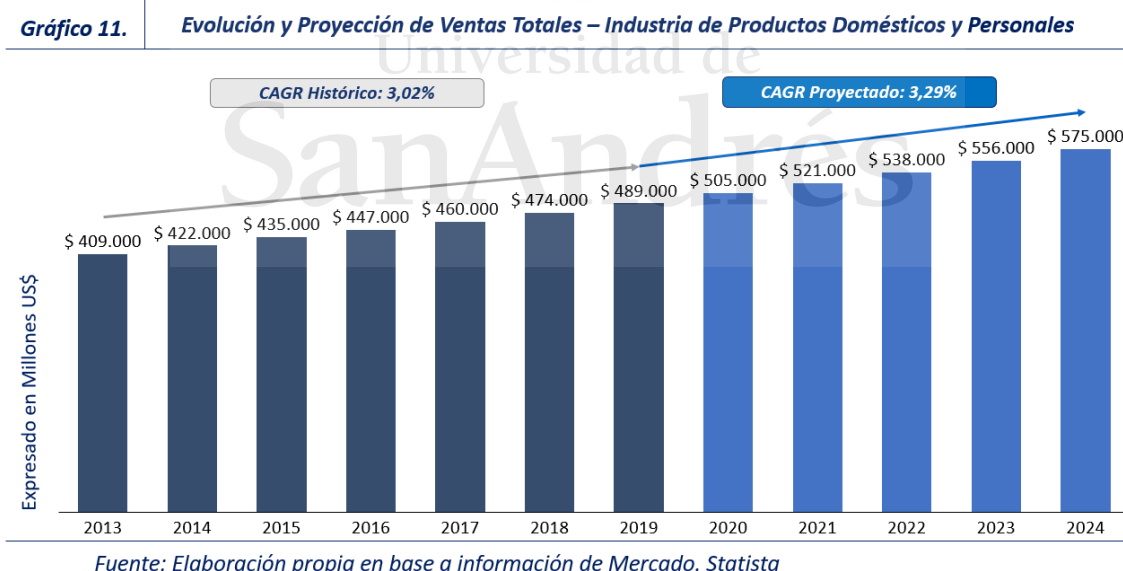
A su vez, cabe destacar que esta industria se divide en 4 segmentos:

- Cosméticos.
- Cuidado de la Piel.
- Cuidado Personal o Papel & Higiene (donde opera Kimberly-Clark).
- Fragancias.

Dentro de estos 4 segmentos, el que más participación tuvo en el total de ventas de 2019 fue el de Cuidado Personal, aportando casi el 51,00%, lo que se traduce, aproximadamente, en US\$ 248.000 millones.¹⁴

El mercado de Productos Domésticos y Personales está impulsado, principalmente, por el gasto del consumidor. Éste responde al interjuego de varios factores, a saber: el ingreso per cápita, los niveles de deuda de los hogares y las expectativas del consumidor.

En este punto, resulta pertinente mencionar que el crecimiento sostenido de la industria en los últimos años expresa el aumento constante de los ingresos disponibles y, en consecuencia, el aumento de los niveles de vida de los consumidores. Como puede observarse en los últimos siete años, la industria creció a una CAGR de 3,02%.

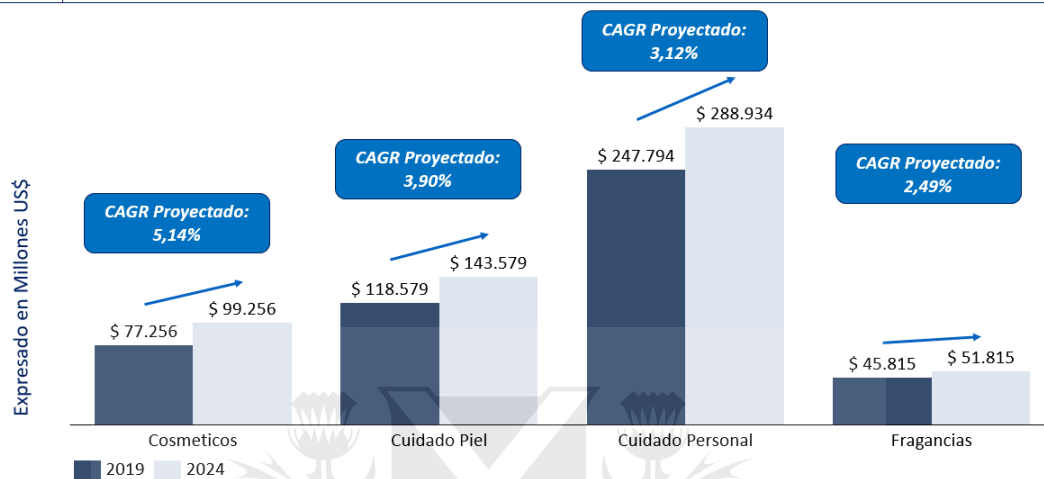


Cabe destacar que el crecimiento histórico de la industria, impulsado por el crecimiento del gasto del consumidor, se proyecta como una tendencia que continuará. Hasta se

¹⁴ Véase: <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/study/55499/cosmetics-and-personal-care/> (Último Acceso: 03/08/20)

estima que su CAGR aumentará 0,27 puntos porcentuales, generando un CAGR proyectado para los próximos cinco años de 3,29%. En el Gráfico 12., se puede observar cómo será el crecimiento proyectado para cada uno de los segmentos de la industria y, en el próximo apartado, se hará foco en el segmento de Cuidado Personal.

Gráfico 12. Proyección de Ventas Totales – Por Segmentos de Industria de Productos Domésticos y Personales



Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista

Industria de Productos Domésticos de Papeles & Higiene

A fin de avanzar con el análisis de la compañía, a partir de este punto, se hará foco principalmente en la sub-industria a la que pertenece Kimberly-Clark, de Cuidado Personal o Papeles & Higiene.

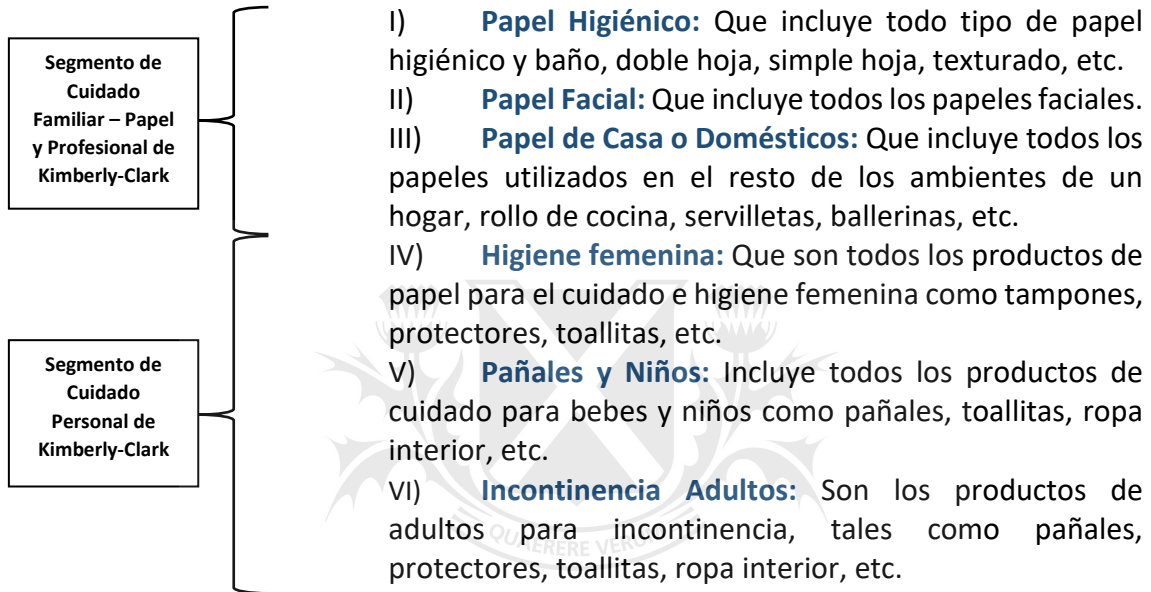
La industria global de Papel & Higiene ha venido experimentando un crecimiento constante en ingresos y volumen de ventas. En este sentido, desde la década de 1920, momento en que comenzó a usarse papel de seda, el consumo ha aumentado continuamente.

A su vez, los cambios en los estilos de vida y el aumento del gasto sanitario han venido impulsando el crecimiento de la Industria de Papel & Higiene. En esta línea, resulta pertinente mencionar diversos factores del mercado que inciden en dicha industria: el acceso a mejores instalaciones de saneamiento, el índice de desarrollo humano y el gasto de los consumidores. Cabe destacar que tales factores están estrechamente relacionados entre sí y ofrecen una visión general de la situación social y económica actual de cada país.

De esta manera, el aumento mundial en el acceso y la mejora de las instalaciones de saneamiento, el desarrollo humano y la atención médica tienen efectos directos en las ventas y pronósticos de Papel & Higiene. En términos generales, cuanto mejor sea el acceso, mayor será el gasto.

Como se mencionó en los primeros apartados de este trabajo y, en consonancia con la tendencia de Kimberly-Clark, la Industria de Papel & Higiene, tiene una baja participación en los canales digitales, lo cual podría ser una potencial oportunidad a futuro. Aproximadamente un 4,00% de las ventas del mercado se realizan por medios online, siendo el restante 96,00% de las ventas realizadas por canales offline, tales como supermercados, mayoristas y distribuidores, farmacias, pañaleras, almacenes, tiendas de cercanía, etc.

La Industria de Papel & Higiene se divide en dos grandes segmentos que, a su vez, se subdividen en 3 subsegmentos:



Principales participantes de la Industria de Papel & Higiene

La Industria de Papel & Higiene está compuesta por muchas empresas a nivel global, aunque las cinco compañías con mayor reconocimiento de marcas a nivel mundial son las que pueden observarse en la Tabla 11.

Tabla 11. Principales Participantes – Industria de Papel & Higiene

Principales Participantes - Industria de Papel & Higiene					
Compañías					
Ventas Totales 2019 (Expresado en millones US\$)	\$ 18.520	\$ 18.450	\$ 14.781	\$ 3.730	\$ 2.240
Principales Marcas	   	     	   	 	   

Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista

Cabe destacar que, de estas 5 empresas, sólo 3 están enfocadas exclusivamente a la industria de Papel e Higiene: Kimberly-Clark, Essity y Sofidel. Resulta pertinente señalar que, tanto para Procter & Gamble como Unilever, este mercado es una de sus tantas unidades de negocio.

Ahora bien, mientras que Procter & Gamble ya tiene muchos años dentro de esta industria y está muy consolidada; la incursión de Unilever en productos para bebé bajo su marca Dove Baby, es considerado un riesgo pues, a pesar de sus pocos años en la industria de Papel e Higiene, se observa que su market share está creciendo, a tal punto de superar, en 2019, las ventas de una empresa exclusiva del sector, como Sofidel.



Procter & Gamble

Fundada en 1837 por William Procter & James Gamble en Ohio, Estados Unidos, es una empresa multinacional de bienes de consumo, con una amplia gama de productos que incluye: cuidado del hogar, cuidado personal y cuidado de salud.

En 2019, Procter & Gamble alcanzó unas ventas netas en todo el mundo de US\$ 67.784 millones. Entre 2014 y 2017, las ventas netas de Procter & Gamble disminuyeron en un -13,00%, debido a que la misma racionalizó la compañía y anunció una caída de hasta 100 marcas, para quedarse con un portafolio de 70 marcas, las cuales representan el 95,00% de sus ventas.

A nivel geográfico, la distribución de sus ventas se da, mayoritariamente, en Estados Unidos con un 44,00% del total, seguido por Europa con un 24,00%.

En lo que respecta al peso de sus unidades de negocio, el mercado de Papel & Higiene pesa un 28,00% del total de sus ventas.



Fundada en 1929, como parte de SCA, una compañía de productos forestales, en Estocolmo, Suecia. La empresa es el segundo mayor proveedor de tejidos de consumo, y el líder del mercado en Alemania. Dos de las marcas más conocidas son Zewa y Tempo.

En 2017, Essity se separó de SCA y adquirió BSN medical para expandir su gama de productos al área médica.

En 2019 Essity alcanzó US\$ 14.781 en ventas netas en todo el mundo. La mayor parte del ingreso por sus ventas se dan en Europa, acumulando un 63,00%, mientras que la segunda geografía más fuerte para la empresa es Asia, con un 25,00% de las ventas.

La empresa está dividida en tres principales unidades de negocio: cuidado personal -que aporta un 37,00% de las ventas totales-, tejidos de consumo -que aporta un 38,00% de las ventas totales- e higiene profesional -que aporta el 24,00% restante de las ventas totales-.



Fundada en 1929 por la fusión de la productora de margarina holandesa Margarine Unie y el fabricante de jabón británico Lever Brothers.

En 2019 reportó una venta de US\$ 58.228 millones.

Unilever es una compañía de doble cotización que consta de dos entidades legales: Unilever PLC, con sede en Londres, y Unilever N.V., con sede en Rotterdam, con dos acciones diferentes. En 2018, Unilever anunció que abandonaría la sede de Londres y consolidaría su sede legal en Rotterdam, transformando la estructura actual en una entidad jurídica.

Su gama de productos incluye alimentos, dulces, bebidas energéticas, alimentos para bebés, refrescos, helados, té, agentes de limpieza, café, alimentos para mascotas, chicles, jugos, productos de belleza, cuidado personal, cereales para el desayuno, medicamentos y productos farmacéuticos para el cuidado de la salud; que se encuentran disponibles en 190 países.

La distribución geográfica de sus ventas viene dada por un 7,00% en Reino Unido y Holanda, 17,00% en Estados Unidos y el 76,00% restante, del resto del mundo.

En lo que respecta al peso de sus unidades de negocio, el mercado de Papel & Higiene pesa un 6,40% del total de sus ventas.



Fue fundada en 1966 por Emi Stefani y Giuseppe Lazzareschi en Italia. Es una empresa multinacional que produce papel de seda: desde papel higiénico hasta papel de cocina, servilletas y pañuelos, disponibles en 13 países.

En 2019 reportó una venta de US\$ 2.200 millones.

La marca más vendida de la compañía es Regina, pero también posee otras marcas conocidas, como Softis, Kitten Soft, Nalys y Soft & Easy.

El grupo Sofidel se compromete con la sustentabilidad al ser miembro de la Red del Pacto Mundial y del programa de Ahorradores Climáticos Internacionales de WWF. Desde 2016, cada producto de tejido Sofidel ha sido etiquetado con la etiqueta ecológica FSC.

Sofidel genera el 84,00% de sus ventas totales en Europa, mientras que el 16,00% restante corresponde a Estados Unidos.

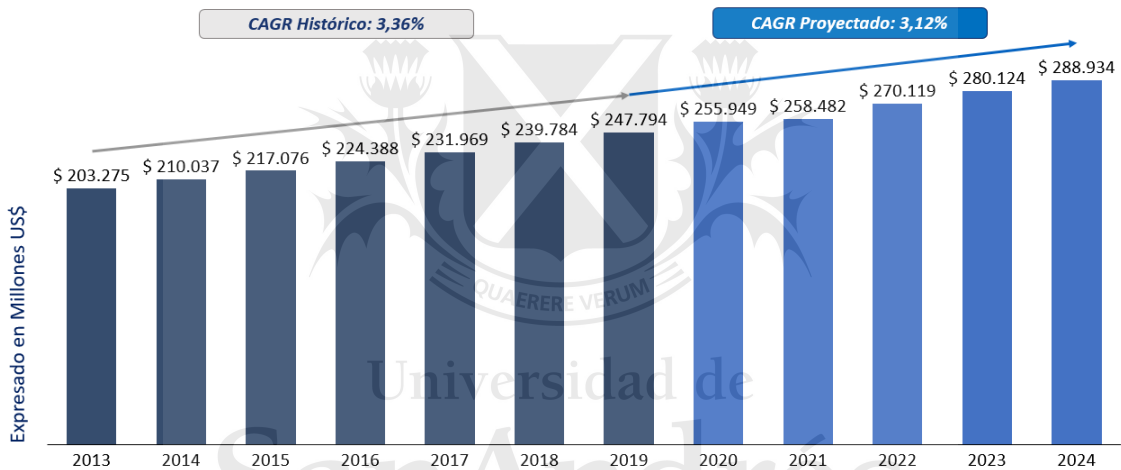
Análisis de Ventas en la Industria de Papel & Higiene

En lo que respecta a la Industria de Papel & Higiene, en 2019 generó unas ventas netas de US\$ 247.794 millones.

Como puede observarse en el Gráfico 13., esta industria presenta una historia de constante crecimiento en las ventas desde 2013 a 2019, a una CAGR de 3,36%. Esto implica un crecimiento por encima del de la Industria de Productos Domésticos y Personales, el cual, en el mismo período, presentó una CAGR de 3,02%.

Si bien para la proyección de la Industria de Papel & Higiene de 2020 a 2024, el CAGR es positivo, 3,12%, se ve un menor aumento respecto al histórico del mercado, en virtud de la baja estimación de crecimiento del segmento de cuidado personal.

Gráfico 13. Evolución y Proyección de Ventas Totales – Industria de Papel & Higiene



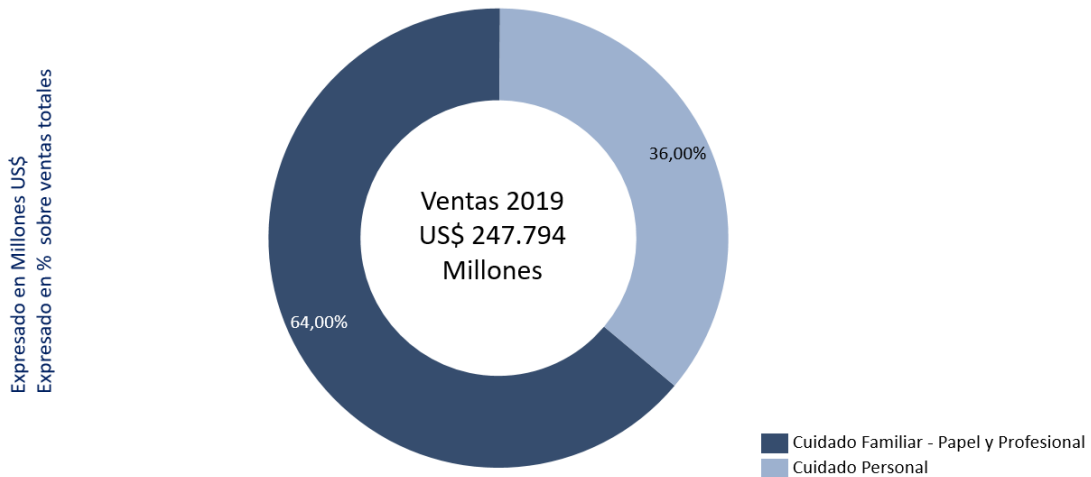
Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista

En lo que respecta a la participación de los segmentos de la Industria de Papel & Higiene, en el siguiente Gráfico 14., puede observarse cómo, en 2019, el 64,00% de las ventas se generó por el segmento de Cuidado Familiar o Papel y Profesional, mientras que el 36,00% viene por Cuidado Personal.

Estos porcentajes se mantienen muy estables, tanto en los años anteriores, como en las proyecciones de 2020 a 2024. Cabe recordar que para el negocio de Kimberly-Clark, la participación de sus Segmentos es distinta a la de la industria, ya que Cuidado Personal tiene una participación en las ventas de Kimberly-Clark de 50,00%, y Cuidado Familiar o Papel y Profesional, el 50,00% restante.

Gráfico 14.

Participación en Ventas Totales 2019 – Segmentos Industria de Papel & Higiene



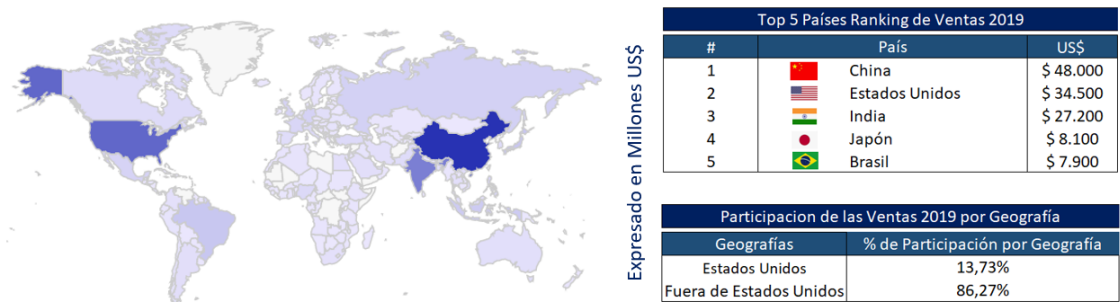
Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista

En cuanto a la participación de las geografías en la Industria de Papel & Higiene, en el siguiente Gráfico 15., se puede apreciar cómo, en 2019, el 86,27% de las ventas vino por los países Fuera de Estados Unidos, principalmente por China, India, Japón y Brasil; mientras que el restante 13,73% de la participación de las ventas vino por Estados Unidos. Estos porcentajes se mantienen muy estables, tanto en los años anteriores, como en las proyecciones de 2020 a 2024.

Estas participaciones a nivel mundial son muy distintas a las que tiene Kimberly-Clark a nivel geografía, donde un 52,00% de sus ventas vienen por ventas dentro de Estados Unidos y el restante 48,00%, por las ventas Fuera de Estados Unidos.

Gráfico 15.

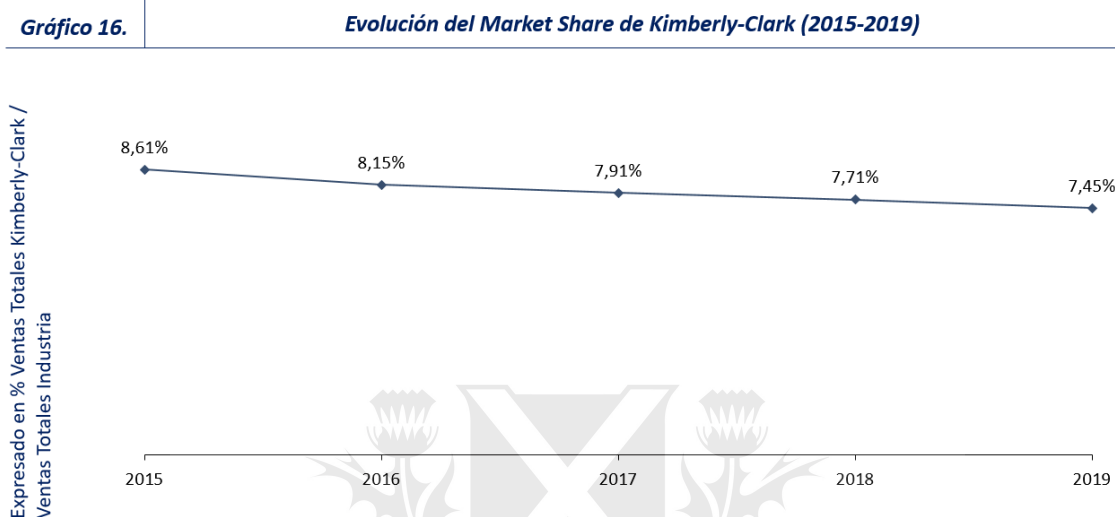
Participación en Ventas Totales 2019 – Geografías Industria de Papel & Higiene



Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista

Participación de Kimberly-Clark en principales Geografías

Tal como puede observarse en el Gráfico 16., el Market Share de Kimberly-Clark presenta un leve y sostenido descenso desde el año 2015, donde tenía una participación de 8,61%, mientras que en 2019 fue de 7,45%.



Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista y Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Esta tendencia, constituye un ratio muy atendido desde los altos rangos directivos de la empresa, en búsqueda de nuevas acciones y oportunidades para recuperar el Market Share perdido.

Tal como indica Michael Hsu, CEO de Kimberly-Clark Corp., en una entrevista con inversores de Wall Street, están realizándose planes en las principales marcas, Huggies y Kleenex, para buscar atraer a nuevos clientes y clientes que perdieron en manos de su principal competidor, Procter & Gamble; no solo dentro de Estados Unidos, sino, principalmente, en los países Fuera de Estados Unidos, haciendo principal foco en América Latina y el mercado Asiático ¹⁵.

Estados Unidos

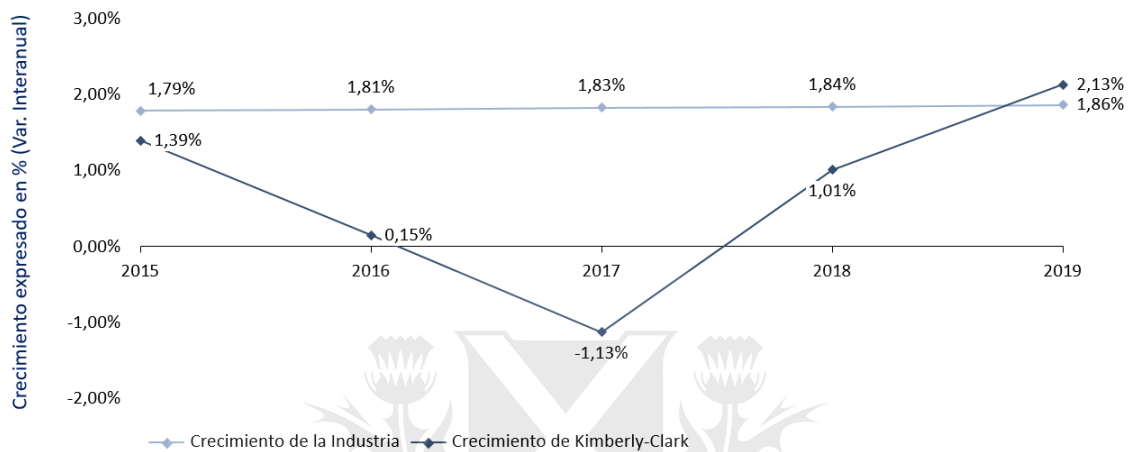
En términos de ingreso por ventas, Estados Unidos es la geografía principal para Kimberly-Clark, tal como se presentó en el Gráfico 6.

En el Gráfico 17., puede observarse el crecimiento-decrecimiento en ventas de los últimos cinco años (2015-2019) de la industria y de Kimberly-Clark. Mientras que la industria tuvo un CAGR de 1,83%, con un crecimiento bastante constante año contra año, Kimberly-Clark tuvo un CAGR de 0,53% en todo el período, pero con variaciones

¹⁵ Véase: <https://www.nasdaq.com/articles/kimberly-clark-breaks-down-its-market-share-wins-2020-07-28> (Último Acceso: 03/09/2020)

entre años: presentó un crecimiento de ventas hasta 2017, donde cayó en -1,13% sus ventas vs 2016, principalmente por la caída del volumen de ventas en el segmento de Cuidado Personal y el segmento Profesional. Dicha caída se revirtió en los años siguientes, reflejado en crecimientos en ventas anuales, siendo 2019 uno de sus mejores años, al crecer por encima de la industria.

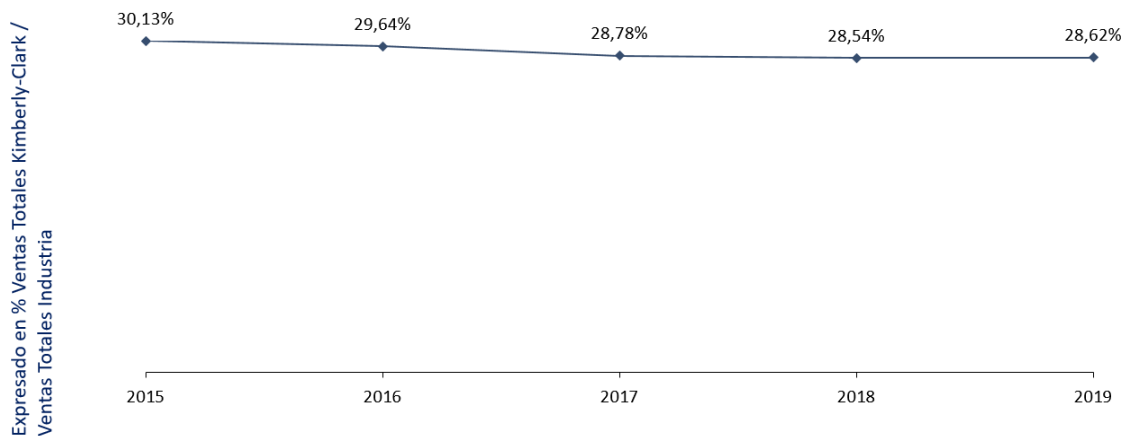
Gráfico 17. Crecimiento de las Ventas Industria vs. Kimberly-Clark (2015-2019) – Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista y Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Cabe destacar que, a pesar del CAGR positivo de los últimos cinco años de Kimberly-Clark, y de que tiene un gran Market Share dentro de Estados Unidos, este último presentó un leve y sostenido descenso desde el año 2015. Tal pérdida podría responder a malas estrategias de precio, pues Kimberly-Clark optó por buscar una estrategia de aumento de precios, suponiendo que su principal competidor en esta geografía, Procter & Gamble, le acompañaría en tal dirección. Sin embargo, este último, optó por una estrategia muy competitiva de descuentos y reducción de precios.

Durante el 2019, Kimberly-Clark decidió cambiar su estrategia de precios, para ubicarlos más cerca a los de su principal competidor y, así, logró recuperar parte de la participación de mercado perdida, terminando 2019 con 28,62%.

Gráfico 18. Evolución del Market Share de Kimberly-Clark (2015-2019) – Estados Unidos

Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista y Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

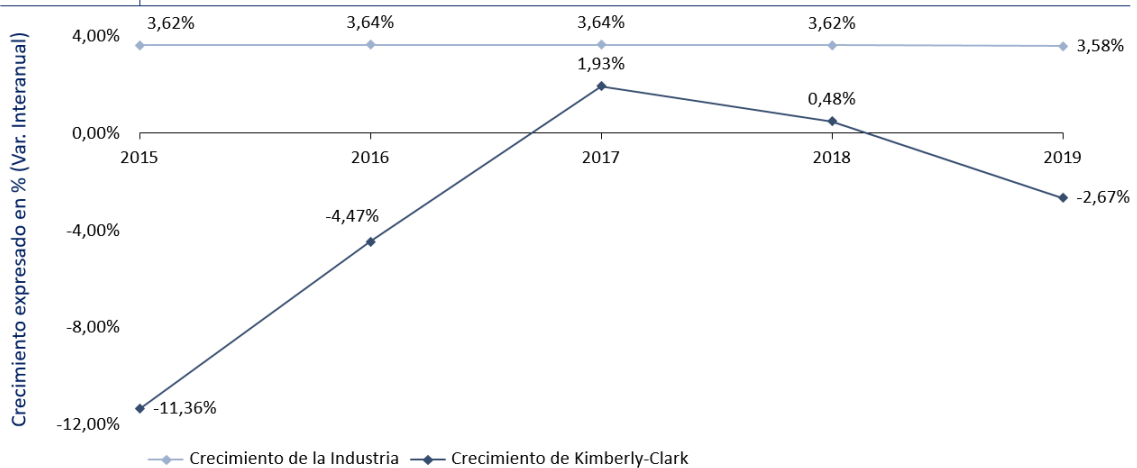
Fuera de Estados Unidos

En términos de ingreso por ventas fuera de Estados Unidos, en el Gráfico 19., puede observarse el crecimiento-decrecimiento en ventas de los últimos cinco años (2015-2019) de la industria y de Kimberly-Clark.

La industria, en general, tuvo un CAGR de 3,62%, con un crecimiento bastante constante año contra año; mientras que Kimberly-Clark, en particular, tuvo un CAGR en todo el período de -1,21%, con decrecimiento en el ingreso por ventas en casi todos los años, excepto en 2017 vs 2016, donde sus ventas crecieron, principalmente, por una mejora en el tipo de cambio. Algunos analistas indican que la llegada de Donald Trump al poder impulsó esta caída del dólar estadounidense y que, además, hubo un mayor volumen de venta. Asimismo, entre 2017 y 2018, el ingreso por ventas también creció por los motivos explicados en apartados anteriores.

En lo que respecta a las caídas de las ventas que se ven en el Gráfico 19., las de 2015, 2016 y 2019, vienen impulsadas por efectos del tipo de cambio. Cabe aclarar que, la caída de doble dígito, -11,36%, de 2015, viene, además, influenciada por el cierre de las operaciones de Venezuela hacia fines de 2014.

Gráfico 19. Crecimiento de las Ventas Industria vs. Kimberly-Clark (2015-2019) – Fuera de Estados Unidos

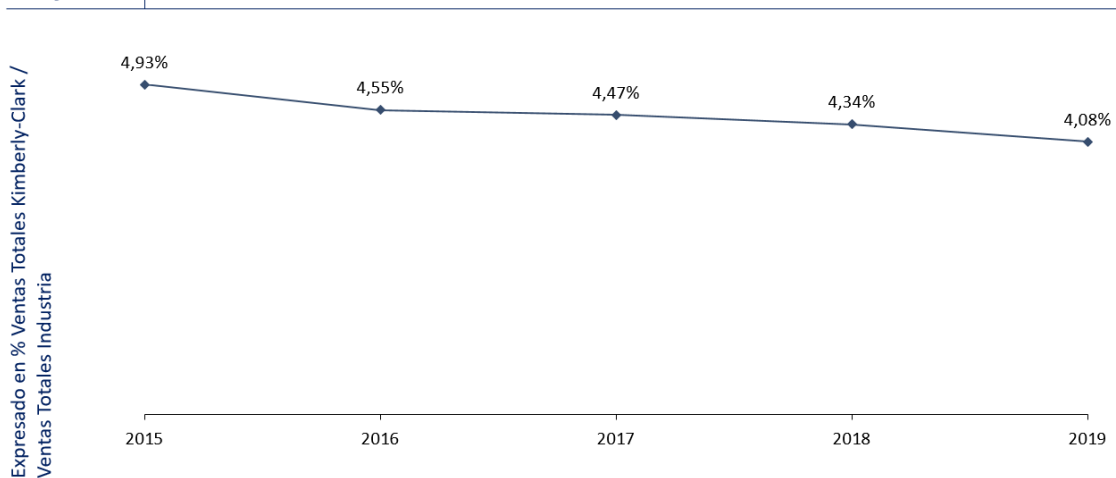


Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista y Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Vale la pena destacar que el Market Share de Kimberly-Clark, fuera de Estados Unidos, es bajo y viene presentando un leve y sostenido descenso desde 2015, siendo en aquel entonces 4,93%, mientras que en 2019 fue 4,08%, descendiendo, así, un -0,21% promedio cada año. Esta clara tendencia se vio impulsada, principalmente, por la mencionada guerra competitiva de precios contra Procter & Gamble, y la aparición de nuevos competidores dentro del mercado de cuidado personal en América Latina, con productos de menor calidad, pero a precios muy económicos.

Esa caída constante en los Market Shares fuera de Estados Unidos, está buscando ser compensada continuamente con precios más competitivos vs Procter & Gamble. Un ejemplo en este sentido ha sido el lanzamiento, a finales de 2019, de la marca Kimbies en América Latina, como alternativa de menor calidad y precio más competitivos.

Gráfico 20. Evolución del Market Share Kimberly-Clark (2015-2019) – Fuera de Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista y Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

SECCIÓN II

Análisis Financiero

Las ventas de una empresa son uno de los principales indicadores del estado de resultados.

En los apartados anteriores, se analizaron en detalle las variaciones de las ventas de Kimberly-Clark. Ahora bien, en este apartado, se realizará un análisis del resto de las líneas del estado de resultados, de ratios de rentabilidad, de estructura financiera y de gestión.

Luego del ingreso por ventas, es necesario adicionar los costos, tanto de producción como administrativos. Dichos costos son:

Costos de mercadería vendida: representan los costos directos o variables, atribuibles a la producción de los bienes que vende la empresa. Es decir, el costo de la materia prima, la mano de obra y la distribución. En Kimberly-Clark, los insumos más importantes son la celulosa (se utiliza para la producción de papel, y es uno de los componentes principales de los pañales y toallas femeninas); y el polipropileno (que es lo que garantiza la absorción y, por lo tanto, es utilizado en pañales, toallas femeninas, productos de incontinencia y otros). Kimberly-Clark es altamente sensible a estos insumos, ya que al obtenerlo de proveedores externos, depende mucho de los precios de compra, que a su vez impactan en sus precios de venta.

Gastos Generales, administrativos y de ventas: representan los costos fijos en las operaciones de Kimberly-Clark. Éstos son los gastos generados por las operaciones diarias de la empresa, pero que no están asociados directamente al proceso productivo, sino que son gastos relacionados al proceso de venta, promoción, publicidad, salarios de los empleados y erogaciones varias.

El Gráfico 21. muestra la evolución de los costos variables y fijos, en términos absolutos y en porcentaje (el porcentaje fue calculado en base a las ventas de cada año). Como puede observarse, los costos variables entre 2015-2019 aumentaron 2,98 puntos porcentuales. Si bien estos costos fueron relativamente estables hasta 2017 inclusive, en el año 2018, los costos variables aumentaron 5,62 puntos porcentuales. Esto se dio, en gran medida, por la devaluación sufrida en dicho año por la guerra comercial entre Estados Unidos y China, que ha generado un aumento de precios en las principales materias primas de los productos de Kimberly-Clark, los cuales no han podido ser absorbidos o bien transferidos a precios de venta.

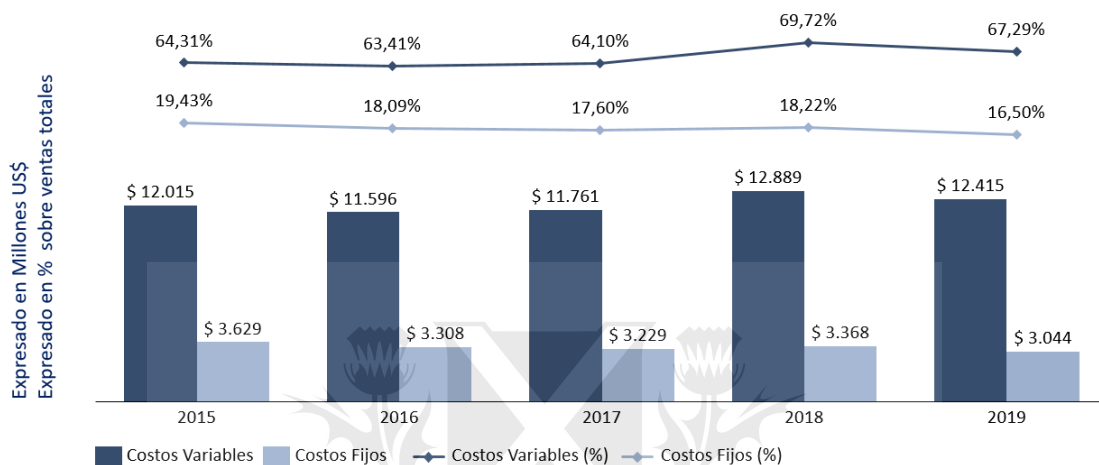
Entre 2018-2019, dentro de su plan de reducción global de costos, logró bajar sus costos variables en -2,43 puntos porcentuales. Esta mejora ocurrió, principalmente, por un plan de cambio de proveedores, lo que permitió conseguir mejores precios para sus materias primas, y eficientizar procesos de distribución y fletes entre geografías ¹⁶.

En lo que respecta a los costos fijos, como se observa en el Gráfico 21., entre 2015-2019 disminuyeron -2,93 puntos porcentuales. Esta disminución fue impulsada por las

¹⁶ Información provista por Kimberly-Clark (véase Reporte Anual 10-K 2019)

estrategias de reducción de costos FORCE y GRP. Entonces, se contempla una constante baja de los mismos, excepto en 2018, donde se lanzó el programa de GRP, que necesitó una inversión inicial por la necesidad de cierre de plantas, mejora de procesos productivos, pago de pensiones y despidos, etc. Sin embargo, ya en 2019, se observa la mejora de estas estrategias.

Gráfico 21. Evolución de los Costos Variables y Fijos de Kimberly-Clark (2015-2019)

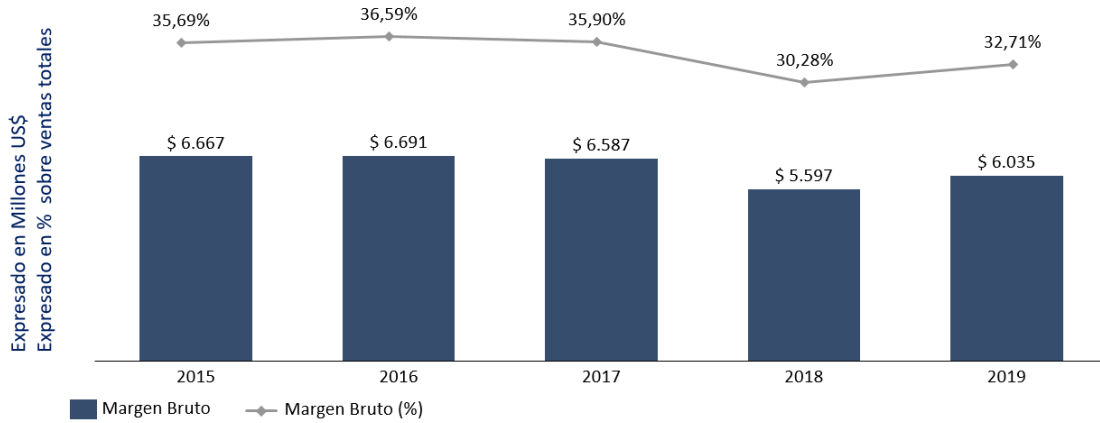


Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

En el siguiente Gráfico 22., se comprueba la evolución del Margen Bruto, tanto en valores absolutos como en porcentaje, en relación con las ventas totales.

La evolución del Margen Bruto muestra una caída de -2,98 puntos porcentuales entre 2015-2019. Dichos márgenes exhiben cierta estabilidad hasta el año 2017 inclusive, pero, en 2018, caen -5,26 puntos porcentuales por el aumento de los costos variables, explicado con anterioridad. Sin embargo, durante 2019, Kimberly-Clark logró compensar, en parte, la caída de 2018 pero sin llegar, todavía, a recuperar los márgenes que tuvo durante el período 2015-2017.

Gráfico 22. Evolución del Margen Bruto de Kimberly-Clark (2015-2019)



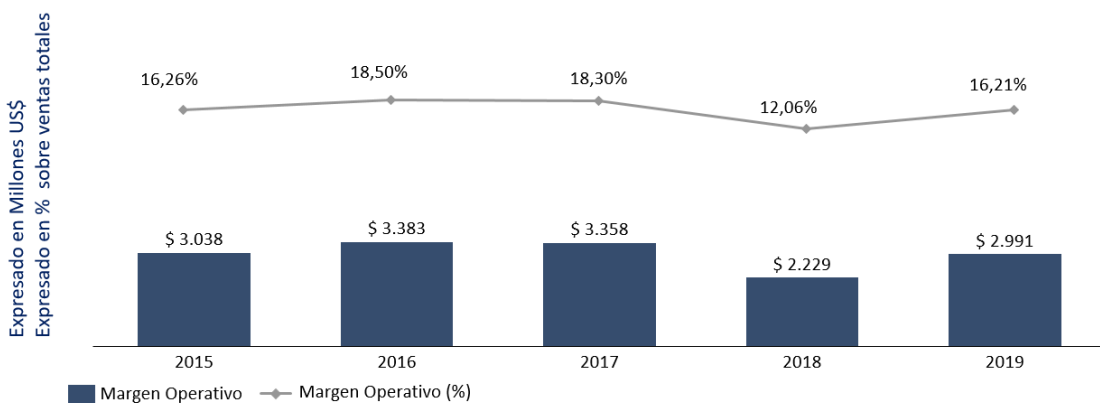
Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

A continuación, se analizará el Margen Operativo, conocido como EBIT, que se obtiene al restar los costos fijos, amortizaciones y depreciaciones al margen bruto.

La evolución del Margen Operativo entre 2015-2019 muestra casi el mismo nivel, con sólo una caída de -0,05 puntos porcentuales. Sin embargo, durante los años intermedios, sí hubo variaciones donde, durante 2015-2017, se observa un incremento cada año del margen operativo, promovido por la reducción de costos fijos explicada anteriormente.

No obstante, en 2018, el margen operativo cayó -6,24 puntos porcentuales, impulsado, principalmente, por la inversión inicial que se realizó para la implementación de la estrategia de reducción de costos GRP. Esta caída se vio compensada parcialmente, en 2019, con una mejora del margen operativo de 4,15 puntos porcentuales.

Gráfico 23. Evolución del Margen Operativo de Kimberly-Clark (2015-2019)



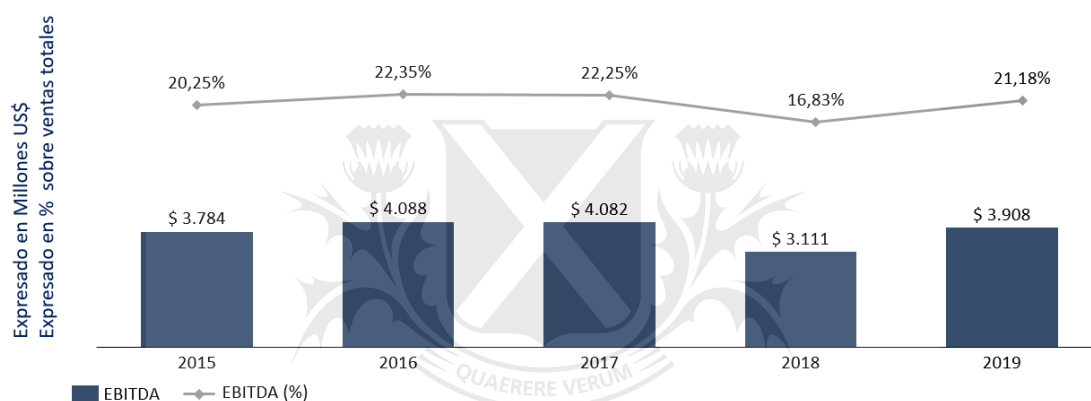
Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

En lo que respecta al Margen EBITDA, se observa que su evolución se comporta de igual manera que el Margen Operativo. Durante el período 2015-2019, su evolución presentó un incremento de 0,93 puntos porcentuales.

El único año donde el EBITDA y el Margen Operativo presentaron un comportamiento diferenciado fue en 2018, ya que el aumento por pago de pensiones y despidos generó un impacto en amortizaciones y depreciaciones. Por esta razón, se ve que el porcentaje de EBITDA sobre las ventas cae unos -5,42 puntos porcentuales, respecto a la caída de -6,24 puntos porcentuales que registró el Margen Operativo.

Gráfico 24.

Evolución del Margen EBITDA de Kimberly-Clark (2015-2019)



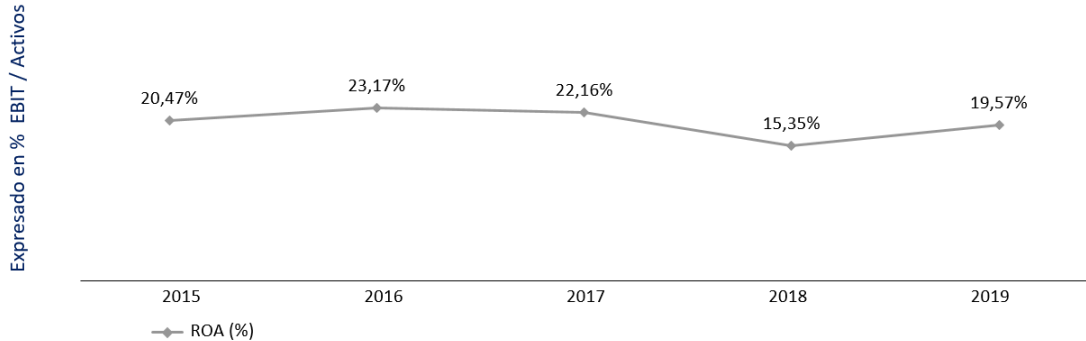
Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

En el Gráfico 25., puede observarse la evolución del ratio de Retorno sobre Activos (ROA), que se computa como EBIT/Activos, a fin de quedar excluidas las adquisiciones y desconsolidaciones, como así también otras ganancias extraordinarias. El ROA mantuvo en una tendencia a la baja hasta 2018. Esto implica que la empresa ha disminuido su eficiencia en la utilización de sus activos. En 2018, llegó a su porcentaje más bajo, principalmente, por el aumento de los costos variables (devaluación dólar estadounidense por la guerra comercial entre EE. UU. y China), y por el aumento de sus costos fijos (dada la etapa inicial en la implementación del plan GRP).

A partir de 2019, se observa un crecimiento del ratio que, si bien no llega a los valores de años anteriores, se contempla un incremento en la eficiencia de sus costos.

Gráfico 25.

Evolución del ROA de Kimberly-Clark (2015-2019)



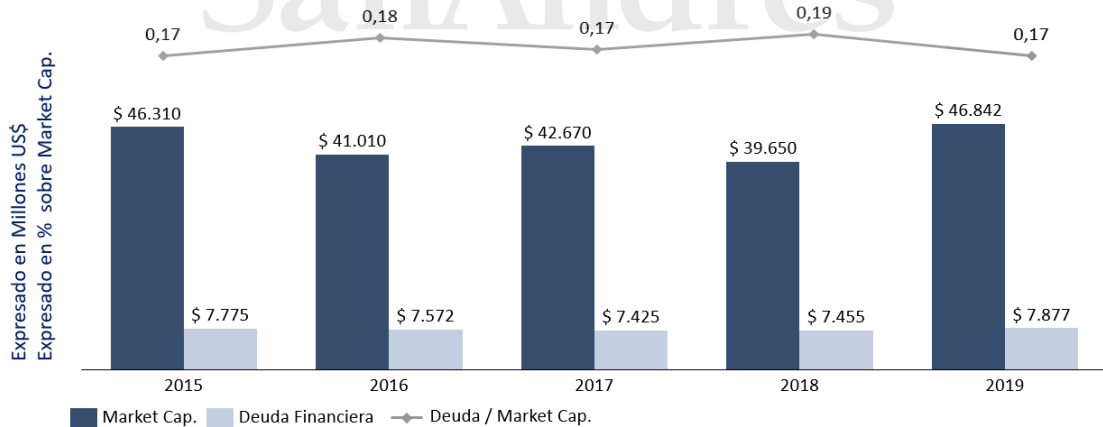
Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

A continuación, se analizarán los ratios de la estructura financiera que muestran la evolución de los últimos 5 años en relación con el financiamiento de la empresa.

Como puede observarse en el Gráfico 26., la evolución del Endeudamiento Financiero de Kimberly-Clark entre 2015-2019, este ratio se mantuvo en un valor promedio de 0,18. Esto podría implicar que la empresa está teniendo un bajo volumen de deuda respecto de su Market Cap.

Gráfico 26.

Evolución Endeudamiento Financiero de Kimberly-Clark (2015-2019)

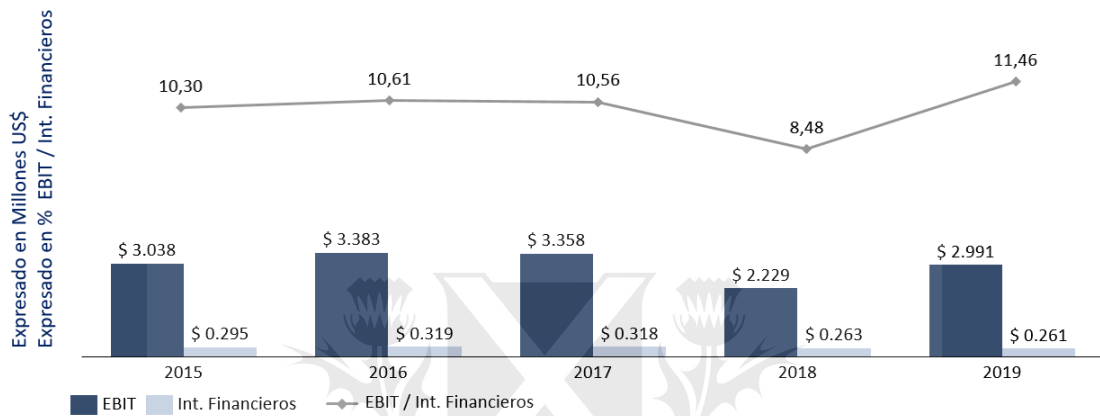


Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Siguiendo el análisis financiero de la empresa, en el Gráfico 27., se observa la evolución de EBIT / Intereses Financieros o más bien conocido como Cobertura de Intereses, el cual refleja la capacidad que tiene la empresa de afrontar el pago de intereses financiero

con el mero funcionamiento de la empresa en cuestión. Es decir que si el ratio fuera menor a 1, la empresa no sería capaz de afrontar sus obligaciones por sí misma. En el caso de Kimberly-Clark, este ratio, durante todo el periodo bajo análisis, se mantuvo muy por encima de 1 (10,30 en promedio), de modo que la empresa tiene buena capacidad para afrontar las obligaciones de intereses cada año.

Gráfico 27. Evolución de la Cobertura de Intereses de Kimberly-Clark (2015-2019)

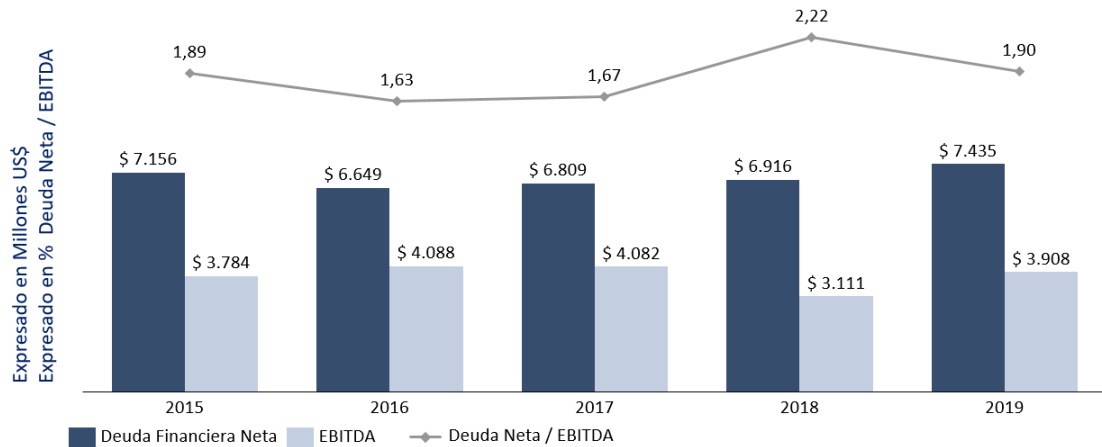


Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

A fin de analizar el nivel de deuda de la compañía con relación a sus resultados operativos, como se puede observar en el Gráfico 28., se analizó el ratio Deuda Neta / EBITDA, que determina la capacidad de solvencia de la empresa. La Deuda Neta se obtiene deduciendo el monto de Caja y otros activos (que tienen demasiada liquidez) equivalentes del total de Deuda Financiera. Durante 2015-2019, Kimberly-Clark mantuvo su ratio de Deuda Neta/EBITDA en un valor promedio de 1,86, lo cual se traduce en un ratio saludable para la continuidad de operaciones de la compañía. El salto que se observa en 2018, está estrechamente relacionado, a la caída del EBITDA por los aumentos de los Costos Variables y Costos Fijos.

Gráfico 28.

Evolución de Deuda Neta / EBITDA de Kimberly-Clark (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

En el Anexo de Análisis Financiero de este trabajo, se podrá encontrar la evolución de los activos y pasivos de Kimberly-Clark durante el período 2015-2019.

Evolución de Ratios Kimberly-Clark

A continuación, se procederá con el análisis de la evolución, entre 2015-2019, de los ratios de *Rentabilidad – Financieros – Gestión*.

Antes de comenzar, cabe aclarar que el Patrimonio Neto (comúnmente conocido como Equity) de Kimberly-Clark, se encuentra afectado por la política que lleva a cabo desde 2014, de recompra de acciones (siendo negativo en algunos años), lo cual distorsiona en gran medida los ratios que dependen del mismo (ROE y Endeudamiento financiero). Dada esta situación, no se tendrá en cuenta el cálculo del ROE dentro del análisis de los ratios de rentabilidad y por el lado del ratio de endeudamiento financiero se hizo el cálculo y análisis, en base a la deuda financiera y al valor del capital accionario de cada uno de los años de Kimberly-Clark, como se observó en el apartado anterior.

Ratios de Rentabilidad:**Tabla 12. Evolución de los Ratios de Rentabilidad de Kimberly-Clark**

Ratios de Rentabilidad de Kimberly-Clark					
	2015	2016	2017	2018	2019
ROA (EBIT / A)	20,47%	23,17%	22,16%	15,35%	19,57%
Margen Neto (RN / Ventas)	11,59%	11,84%	12,42%	7,63%	11,69%
Margen Bruto (RB / Ventas)	35,69%	36,59%	35,90%	30,28%	32,71%
Margen Operativo (EBIT / Ventas)	16,26%	18,50%	18,30%	12,06%	16,21%
EBITDA / Ventas	20,25%	22,35%	22,25%	16,83%	21,18%

Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

En lo que respecta al Margen Neto, que se computa como Resultado Neto / Ventas, comparando 2019 vs 2015 muestra casi el mismo nivel, con sólo un crecimiento de 0,10 puntos porcentuales. Sin embargo, durante los años intermedios, sí hubo variaciones donde, durante 2015-2017, se observa un incremento cada año del margen operativo, promovido por la reducción de costos fijos explicada anteriormente.

No obstante, en 2018, el margen neto cayó -4,79 puntos porcentuales, impulsado, principalmente, por la inversión inicial que se realizó para la implementación de la estrategia de reducción de costos GRP. Esta caída se vio compensada parcialmente, en 2019, con una mejora del margen neto de 4,06 puntos porcentuales.

El resto de los ratios de rentabilidad fueron explicados en el apartado anterior.

Ratios de Estructura Financiera:**Tabla 13. Evolución de los Ratios de Estructura Financiera de Kimberly-Clark**

Ratios de Estructura Financiera de Kimberly-Clark					
	2015	2016	2017	2018	2019
Endeudamiento Fin. (D.Fin / Market Cap.)	0,17	0,18	0,17	0,19	0,17
Apalancamiento (D.Fin / A)	0,52	0,52	0,49	0,51	0,52
Cobertura Intereses (EBIT / Int. Fin.)	10,30	10,61	10,56	8,48	11,46
Deuda Neta / EBITDA	1,89	1,63	1,67	2,22	1,90

Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

El apalancamiento financiero presentó un comportamiento bastante estable durante 2015-2019, en un valor promedio de 0,51, lo que indica que posee más activos que pasivos y que está en condiciones de cumplir con sus obligaciones, con la opción de vender activos en caso de que fuera necesario.

El resto de los ratios de estructura financiera fueron explicados en el apartado anterior.

Ratios de Gestión:**Tabla 14. Evolución de los Ratios de Gestión de Kimberly-Clark**

Ratios de Gestión de Kimberly-Clark					
	2015	2016	2017	2018	2019
Liquidez Total (AC / PC)	0,85	0,87	0,89	0,77	0,73
Costos Fijos / Ventas	19,43%	18,09%	17,60%	18,22%	16,50%
Rotación de Activos (Ventas / A)	1,26	1,25	1,21	1,27	1,21
Días de Inventario	58	53	56	51	53
Días en la Calle	45	43	46	43	45
Días de Cuentas a pagar	79	82	88	90	90
Ciclo de Conversión de Caja	23	14	14	4	8

Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Estos ratios de gestión son de utilidad para determinar si la empresa está correctamente administrada. Por ejemplo, al analizar la Liquidez Total de Kimberly-Clark entre 2015-2019, se aprecia una clara tendencia a la baja de este ratio, siempre por debajo de 1, lo

cual implicaría que sus recursos de liquidez de corto plazo no son suficientes para hacer frente a sus deudas y obligaciones de corto plazo.

Con respecto a su Rotación de Activos, Kimberly-Clark, mantuvo este ratio por encima de 1, en un promedio de 1,24. Esto podría indicar que se encuentra en una posición saludable, ya que sus activos tienen más facilidad de producir ventas, lo que podría traducirse en mayor rentabilidad.

El ratio de Costos fijos ya fue explicado en el apartado anterior.

El Ciclo de Conversión de Caja refiere al plazo que pasa desde que se paga la compra de materia prima esencial para la producción, hasta que se cobra la venta de dicho producto. Es resultante de los tres indicadores que se encuentran por encima del mismo en la Tabla 15., y se calcula de la siguiente manera: Días de inventario + Días en la Calle – Días de cuentas a pagar.

Kimberly-Clark tiene, como objetivo global, reducir lo máximo posible su Ciclo de Conversión de Caja; tendencia que se ve reflejada en el período 2015-2018, donde pasa de 23 a 4 días impulsado, principalmente, por el aumento de los días de cuentas a pagar durante estos años. En 2019, este indicador subió a 8 días, potenciado, fundamentalmente, por el aumento de los días de inventario y cuentas por cobrar, ya que los días de cuentas por pagar se mantuvieron constantes.

Ratios de Kimberly-Clark vs. Principales Competidores

En este apartado, se analizarán los Ratios de Rentabilidad – Estructura Financiera – Gestión del año 2019 de Kimberly-Clark, en comparación con los ratios de sus principales competidores.

Cabe recordar que los principales competidores de la industria son: Procter & Gamble, Unilever y Essity. Si bien en el apartado del análisis de la industria, también se describió como un principal competidor a la empresa Sofidel, al no contar con sus reportes anuales, se la excluyó de estas comparaciones.

Por último, cabe aclarar, que debe considerarse que los ratios de Procter & Gamble y Unilever son total compañía, por lo que incluyen los márgenes y resultados de todas las unidades de negocio que participan (incluidas aquellas en las que Kimberly-Clark no tiene participación).

Ratios de Rentabilidad:**Tabla 15. Comparación de los Ratios de Rentabilidad de Kimberly-Clark vs Competidores (2019)**

Ratios de Rentabilidad de Kimberly-Clark vs Competidores (2019)				
	Kimberly-Clark	Procter & Gamble	Unilever	Essity
ROA (EBIT / A)	19,57%	12,02%	13,39%	9,09%
Margen Neto (RN / Ventas)	11,69%	5,76%	10,82%	7,15%
Margen Bruto (RB / Ventas)	32,71%	48,63%	44,01%	29,35%
Margen Operativo (EBIT / Ventas)	16,21%	20,44%	16,69%	11,44%
EBITDA / Ventas	21,18%	24,61%	20,51%	17,28%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2015-2019

Cuando se analiza el ROA, Kimberly-Clark es la empresa que mayor porcentaje tiene en ambos ratios, en comparación con sus principales competidores. A su vez, es la que obtiene un retorno más alto sobre sus activos.

En lo que respecta a los Márgenes, si bien en Kimberly-Clark no son bajos, se encuentran por debajo de dos de sus principales competidores (Procter & Gamble y Unilever), aunque por encima de Essity.

Por último, en lo que respecta al EBITDA / Ventas, Kimberly-Clark presenta una muy buena proporción en comparación con sus competidores, siendo solamente superada por Procter & Gamble.

Ratios de Estructura Financiera:**Tabla 16. Comparación de los Ratios de Estructura Financiera de Kimberly-Clark vs Competidores (2019)**

Ratios de Estructura Financiera de Kimberly-Clark vs Competidores (2019)				
	Kimberly-Clark	Procter & Gamble	Unilever	Essity
Endeudamiento Fin. (D.Fin / Market Cap.)	0,17	0,10	0,21	0,24
Apalancamiento (D.Fin / A)	0,52	0,26	0,43	0,31
Cobertura Intereses (EBIT / Int. Fin.)	11,46	27,17	11,37	10,76
Deuda Neta / EBITDA	1,90	1,19	2,15	2,15

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2015-2019

Contrariamente a los ratios anteriores, se observa, en los Ratios Financieros, que Kimberly-Clark se encuentra en una situación más comprometida respecto a sus principales competidores.

El ratio de Endeudamiento Financiero de Kimberly-Clark (0,17), muestra un Market Cap. con mayor capacidad de cubrir sus deudas financieras, respecto al de Unilever (0,21) y al de Essity (0,24). La empresa que mejor ratio presentó fue Procter & Gamble con un valor de 0,10.

Por el lado del ratio de Deuda/EBITDA, es similar para todas las empresas, solamente superadas por Procter & Gamble, que presenta un ratio más bajo, con un valor de 1,19.

Por último, respecto a la Cobertura de Intereses, todas las empresas presentan una buena comodidad para atender sus intereses financieros.

Ratios de Gestión:

Tabla 17. Comparación de los Ratios de Gestión de Kimberly-Clark vs Competidores (2019)

Ratios de Gestión de Kimberly-Clark vs Competidores (2019)				
	Kimberly-Clark	Procter & Gamble	Unilever	Essity
Liquidez Total (AC / PC)	0,73	0,75	0,78	0,97
Costos Fijos / Ventas	16,50%	28,20%	27,32%	17,91%
Rotación de Activos (Ventas / A)	1,21	0,59	0,80	0,79
Días de Inventario	53	53	52	63
Días en la Calle	45	27	50	64
Días de Cuentas a pagar	90	118	115	63
Ciclo de Conversión de Caja	8	-39	-13	64

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2015-2019

En lo que respecta a los ratios de gestión, Kimberly-Clark presenta unos ratios muy buenos y, en casi todos los casos, superiores a los de sus principales competidores.

En lo que respecta a la Liquidez Total, la única empresa que se encuentra en mejor posición de hacer frente a sus deudas y obligaciones de corto plazo es Essity, con un ratio cercano a 1; mientras que el resto, tiene un promedio de 0,75.

Kimberly-Clark es la empresa que mejor ratio presenta en sus Costos Fijos / Ventas: 16,50%. Lo mismo sucede al analizar la rotación de activos, donde Kimberly-Clark se encuentra muy por encima de sus competidores, siendo la única que tiene un ratio superior a 1, lo que implicaría que sus activos tienen más facilidad de producir ventas.

Por último, en relación con el Ciclo de Conversión de Caja, excepto Essity, que es el que más alto tiene este ratio, el resto de las empresas tienen un ratio aceptable. Kimberly-Clark se encuentra debajo de Procter & Gamble y Unilever, principalmente, porque estas dos últimas tienen, en promedio, 30 días más de cuentas a pagar.

SECCIÓN III

Valuación de Kimberly-Clark por Flujo de Fondos descontados

Como se mencionó en el Resumen Ejecutivo, el objetivo de este apartado es valorar a Kimberly-Clark por medio del Flujo de Fondos Descontados, método utilizado para valorar proyectos o empresas y, así, obtener su valor intrínseco o fundamental a una fecha de valuación específica.

La fecha de valuación seleccionada es la del 31 de Diciembre de 2019, ya que es el último año fiscal informado por la empresa.

Como esta metodología requiere proyección de condiciones futuras del mercado y de las operaciones del negocio, se tendrá especial cuidado en la razonabilidad de los supuestos, según el análisis que se ha realizado durante este trabajo, tanto de la empresa como de la industria y el mercado. Además, se nutrirá de todos los reportes, resultados y proyecciones financieros informados por la compañía, así como también, de los contextos macroeconómicos de los países donde opera.

Las proyecciones que se realizarán contarán con 3 escenarios posibles:

- *Pesimista*
- *Base*
- *Optimista*

Esta metodología intenta determinar el valor actual de los flujos de fondos disponibles que la empresa espera obtener en un futuro.

Los flujos comentados en el apartado anterior, deben ser sumados teniendo en cuenta el valor tiempo ya que, como el dinero tiene un valor temporal y un costo de oportunidad distinto cada año, no se pueden sumar directamente montos actuales con dinero que espera recibirse en períodos futuros. Es por ello que los flujos de fondos deben ser descontados a una tasa que incorpore tanto el costo de oportunidad del dinero, como el riesgo de retorno de éste.

En términos matemáticos el Flujo de Fondos Descontados se calcula de la siguiente forma:

$$VPN_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FF_t}{(1+d)^t} + VT_N \quad \text{Siendo: } VT_N = \frac{FF_{N+1}}{(d-g)}$$

Donde:

VPN_{FF} = Valor presente neto de los flujos de fondos

FF_t = es el flujo de Fondos disponibles a la firma al momento "t"

d = es la tasa de descuento utilizada

VT_N = es el valor terminal disponible en el momento N. Representa el flujo futuro a recibir en $n+1$

g = la tasa de crecimiento esperada a perpetuidad

Los flujos de fondos disponibles representan a los fondos obtenidos por la empresa después de impuestos, pero sin tener en cuenta los pagos de capital e intereses financieros, los cuales deberán ser ajustados por los movimientos contables que no implican ingresos o egresos de fondos, así como también, las inversiones necesarias de capital para mantener a la empresa en marcha.

A pesar de haber más de una variante para el cálculo de estos Flujos de Fondos Disponibles, en el siguiente trabajo se utilizará la variante de Flujos de Fondos a la Firma que, en definitiva, representan el total de efectivo disponible para distribuir entre los accionistas y acreedores, por todo el capital que estos aportaron a la empresa para su funcionamiento.

Cabe aclarar que el Flujo de fondos disponibles de una firma se compone de la siguiente forma:

Tabla 18. Composición de los Flujos de Fondos de la Firma

Flujos de Fondo de la Firma
Ingreso por Ventas
-Costo de Mercadería Vendida (COGS)
-Costos Fijos (Gastos Generales, administrativos y de ventas)
Margen Operativo (EBIT)
-Impuesto a las Ganancias
+Depreciación & Amortización
-CAPEX
+/- Δ Capital de Trabajo
Flujo de Fondos de la Firma

Fuente: Elaboración propia

La tasa de descuento (d) que se observa en la fórmula de los flujos de fondos descontados es uno de los elementos más importantes en la valuación, ya que una pequeña variación en ésta, podría generar una considerable variación en la valuación estimada. En este sentido, la tasa más utilizada y aceptada en esta metodología es la WACC.

En términos matemáticos, la WACC se calcula de la siguiente forma:

$$WACC = \left(\frac{E}{V} \times Re \right) + \left(\frac{D}{V} \times Rd \times (1 - Tc) \right)$$

Donde:

E = Valor del Capital Propio

Re = Costo del Capital Propio

D= Valor la deuda Kimberly-Clark

Rd= Costo de la deuda

Tc= tasa del impuesto a las ganancias

V= E+D

E/V= Porcentaje del financiamiento que es Capital propio

D/V= Porcentaje del financiamiento que es deuda

La WACC consiste en ponderar los Costos de Financiamiento con Accionistas y los Costos de Financiamiento con Acreedores, en función del promedio ponderado del costo de los distintos componentes de la financiación.

El costo de financiamiento con accionistas o Costo del Capital Propio implica la retribución, o tasa de retorno, esperada por los accionistas (a ser distribuida como dividendos) en virtud de su provisión de fondos.

El costo de financiamiento con acreedores o Costo de Deuda, está dado por la tasa de interés que éstos solicitan para proveer a la empresa fondos a través de, por ejemplo, préstamos u obligaciones negociables.

Por lo tanto, la WACC estima el riesgo implícito en los flujos de fondos futuros, tomando en consideración la tasa de retorno requerida por las dos fuentes de financiamiento, y ponderando por la proporción óptima de deuda y capital accionario de la industria.

En la fórmula, de los flujos de fondos descontados, también se observa un Valor Terminal, ya que puede asumirse que Kimberly-Clark seguirá operando en los años futuros. De allí, el Valor Terminal sería el equivalente al valor de todos los flujos de fondos esperados, posteriores a 2024, proyectados a una tasa de crecimiento a perpetuidad (*g*).

Como último paso de la Valuación por Flujo de Fondos Descontados, se tienen que sumar todos los flujos de fondos a la firma, proyectados con su valor terminal; y, a esta suma, restarle el valor de la deuda financiera de Kimberly-Clark a la fecha de valuación (31 de Diciembre 2019). De ese modo, se obtiene el Valor del Capital Accionario de Kimberly-Clark en mano de los accionistas.

Supuestos del Flujo de Fondos Disponibles a la Firma

A continuación, se presentarán cada uno de los supuestos y conceptos utilizados para llevar a cabo la valuación de Kimberly-Clark.

Ventas Totales:

Para poder estimar las ventas totales de Kimberly-Clark por zona geográfica en el período (2020-2024), se usará la información y las proyecciones de la industria de Papel & Higiene, provistas por la base de datos Statista ¹⁷; así como también, pronósticos que afecten específicamente a la industria.

Resulta oportuno mencionar que las proyecciones aportadas por las bases de datos de Statista se componen de otras previsiones, tales como el crecimiento poblacional, índices de precio al consumidor, niveles de precios, pronósticos del PBI y tipos de cambio; además de otras estimaciones de la industria que afectan directamente al ingreso por ventas.

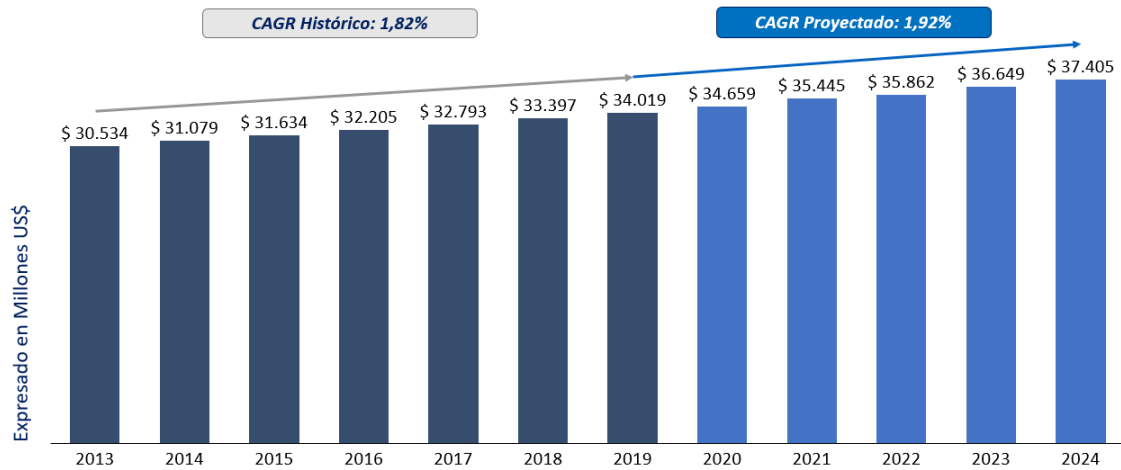
Como se observó en el Gráfico 13., el CAGR proyectado para el total de Industria de Papel & Higiene, es de 3,12%.

Ahora bien, estos CAGR varían según la zona geográfica que se esté proyectando. En los dos siguientes Gráficos 29. y 30. (Estados Unidos y Fuera de Estados Unidos, respectivamente), pueden observarse el ingreso por ventas histórico y proyectado de las dos principales zonas geográficas donde opera Kimberly-Clark. Los CAGR de cada zona son muy distintos, siendo 1,92% para Estados Unidos y 3,31% para los países Fuera de Estados Unidos. Este último CAGR, significativamente mayor que el primero, es impulsado por el crecimiento esperado en su calidad de vida en países como China y países de Latinoamérica, pues en los próximos años se proyectan mejoras de higiene y PBI per cápita.

Tal diferencia en las tasas de crecimiento, expuestas recientemente para cada región, indica que será necesario considerar, en las proyecciones de los ingresos por ventas de Kimberly-Clark, el impacto particular de cada región geográfica en el crecimiento total.

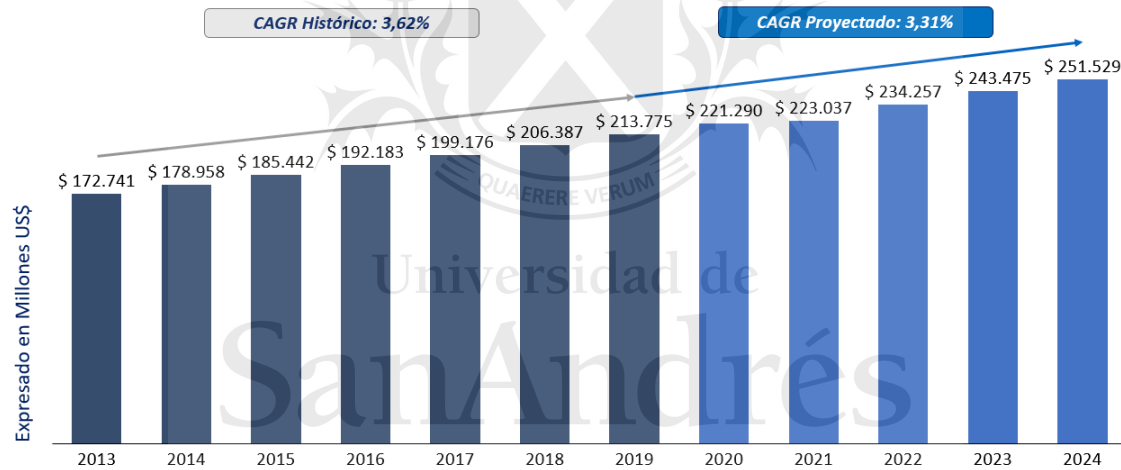
¹⁷Véase Statista – Tissue & Hygiene Paper, <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/outlook/80000000/109/tissue-hygiene-paper/united-states#market-marketDriver> (Último Acceso: 28/08/20)

Gráfico 29. Evolución y Proyección de Ventas Totales – Industria de Papel & Higiene (Estados Unidos)



Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista

Gráfico 30. Evolución y Proyección de Ventas Totales – Industria de Papel & Higiene (Fuera de Estados Unidos)

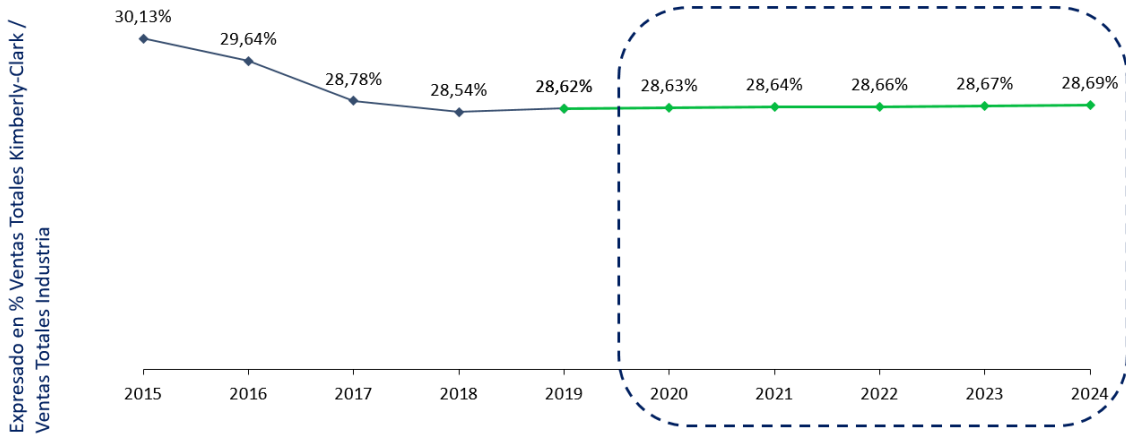


Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista

Para poder proyectar el ingreso por ventas para Kimberly-Clark para el período 2020-2024, se estimará cómo evolucionará su market share, en base a su tendencia histórica. Con dichas estimaciones y la proyección de crecimiento de la industria por geografía, provista por Statista, se calcularán los ingresos por ventas.

Como se ha podido observar en el Gráfico 18., la tendencia del market share de Kimberly-Clark dentro de los Estados Unidos, venía bajando hasta 2018, donde, en 2019 vs 2018, tuvo un leve crecimiento. Por esto mismo, y, en base a las palabras de Michael Hsu, CEO de Kimberly-Clark, se estima que el market share dentro de Estados Unidos tendrá un leve crecimiento de 0,07 puntos porcentuales durante el periodo 2020-2024, terminando en 2024 con un market share de 28,69%, tal como puede observarse en el Gráfico 31.

Gráfico 31. Evolución y Proyección del Market Share de Kimberly-Clark (2015-2024) – Estados Unidos

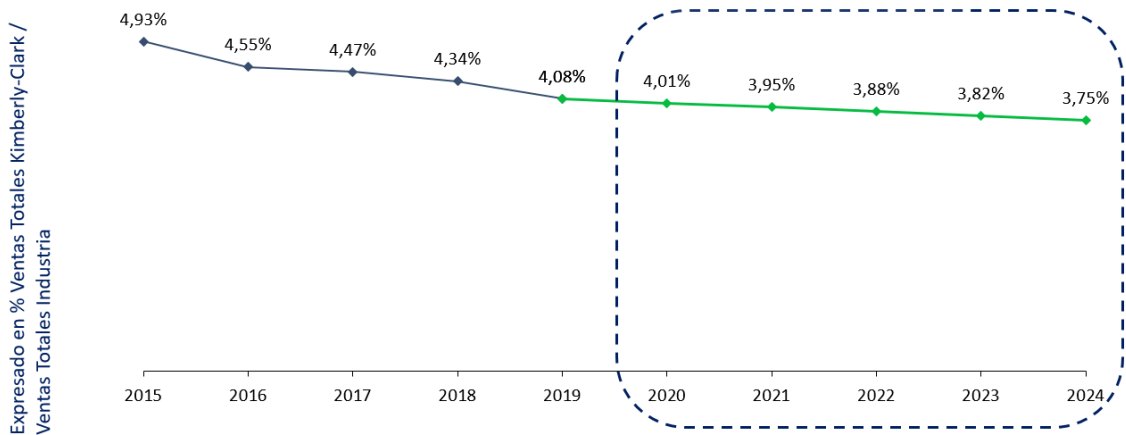


Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista y Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Ahora bien, en la región fuera de Estados Unidos, la situación es completamente distinta.

Si bien Michael Hsu comentó que, dado el potencial de crecimiento de la región fuera de Estados Unidos, se va a buscar recuperar su market share perdido, principalmente, contra Procter & Gamble, no parece posible un aumento de éste en el corto plazo, ya que, como se observó en el Gráfico 20., el market share de esta región experimenta un descenso constante desde 2015. De este modo, se estima que, durante el periodo 2020-2024, presentará una pérdida de -0,33 puntos porcentuales de market share, terminando con un valor en 2024 de 3,75%, tal como puede observarse en el Gráfico 32.

Gráfico 32. Evolución y Proyección del Market Share de Kimberly-Clark (2015-2024) – Fuera de Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista y Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

La Tabla 19., muestra el resumen de todos los datos expuestos anteriormente. Estos supuestos implicarían que el CAGR de ingreso por ventas para el período 2020-2024, será de 1,80%, creciendo Estados Unidos un 1,97%, y los países fuera de Estados Unidos, un 1,60%. Este aumento en los países Fuera de Estados Unidos, a pesar de la pérdida de market share, se explica por el alza esperada que tiene la industria de Papel & Higiene en esta región.

Si se comparan estos CAGR futuros del ingreso por ventas, con los presentados por Kimberly-Clark en el periodo 2015-2019, se podría concluir que no tienen mucho sentido, ya que Kimberly-Clark como se observó en el Gráfico 1., presentó una CAGR de -0,31%. Ahora bien, si a estos ingresos por ventas, reportados por la empresa, se les quita el impacto que generó la variación de tipo de cambio, el CAGR de Kimberly-Clark 2015-2019, sería de 1,77%, como se observó en el Gráfico 2.

Dicho esto, y dada la dificultad que implicaría estimar posibles variaciones futuras en el tipo de cambio, se procederá a asumir que durante el periodo 2020-2024, los ingresos por ventas de Kimberly-Clark no se verán afectados por variaciones en el tipo de cambio.

Tabla 19. CAGR del Ingreso por Ventas Proyectadas por Geografía

Proyección del CAGR por Ingreso por Ventas						
Proyección	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e	CAGR
Proyección de la Industria	1,88%	2,27%	1,18%	2,19%	2,06%	3,12%
Estados Unidos	3,52%	0,79%	5,03%	3,93%	3,31%	1,92%
Fuera de Estados Unidos	3,29%	0,99%	4,50%	3,70%	3,15%	3,31%
Participación de Mercado	7,35%	7,33%	7,17%	7,07%	6,98%	-1,28%
Estados Unidos	28,63%	28,64%	28,66%	28,67%	28,69%	0,05%
Fuera de Estados Unidos	4,01%	3,95%	3,88%	3,82%	3,75%	-1,65%
Crecimiento de Kimberly-Clark	1,90%	0,83%	2,19%	2,22%	1,85%	1,80%
Estados Unidos	1,93%	2,32%	1,23%	2,24%	2,11%	1,97%
Fuera de Estados Unidos	1,86%	-0,84%	3,30%	2,19%	1,55%	1,60%

Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista y Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Costos de productos vendidos:

El principal costo variable de Kimberly-Clark son sus materias primas, fundamentalmente la celulosa (se utiliza para la producción de papel y es uno de los componentes más importantes de los pañales y toallas femeninas), y el polipropileno (que es lo que garantiza la absorción y, por lo tanto, es utilizado en pañales, toallas femeninas, productos de incontinencia y otros).

Adicionalmente, pero no menos importante, otro concepto de los costos de la mercadería vendida, son los costos del material para el empaquetado de los productos, así como también, los costos de electricidad, de gas -para el funcionamiento de las plantas-, de establecimientos de almacenaje y de distribución de los productos.

En el caso de Kimberly-Clark, al no disponer de producción propia de estas materias primas, depende en gran medida de los precios de compra, los cuales impactan directamente en los costos de los productos vendidos. A su vez, éstos últimos pueden verse afectados por múltiples motivos, tales como: la competencia y productividad global de los productores de materias primas, la cual puede influir directamente en sus precios; la fluctuación del valor de las divisas en cada región donde opera la empresa; las condiciones políticas; el clima; los riesgos de plagas o pestes en cultivos (algodón, por ejemplo); y, por último, los cambios en tarifas de servicios (agua, electricidad, gas), entre otros.

De lo anterior, es posible advertir la complejidad de estimar de manera precisa todas las posibles variables que tienen el potencial de afectar los costos de mercadería vendida.

Por lo tanto, para poder realizar una estimación de los costos variables, como se observa en la Tabla 20., y, considerando las diversas estrategias de reducción de costos que lleva adelante Kimberly-Clark cada año, se estimarán dichos costos en base a un promedio, de los últimos 5 años, de la proporción de estos sobre las ventas. Esto deja un promedio de costo de mercadería vendida para el período 2020-2024 de 65,77%, lo que implica una baja de -1,52 puntos porcentuales, respecto, a los reportados en 2019.

Tabla 20. *Evolución y Proyección de los Costos de Mercadería Vendida de Kimberly-Clark*

Expresado en % sobre ventas totales

Evolución del Costo de Mercadería Vendida					
Concepto	2015	2016	2017	2018	2019
Costo de Mercadería Vendida (Histórico)	64,31%	63,41%	64,10%	69,72%	67,29%
Promedio del CMV (2015-2019)	65,77%				
	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e
Costo de Mercadería Vendida (Proyección)	65,77%	65,77%	65,77%	65,77%	65,77%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2015-2019

Costos Generales & Administrativos:

Kimberly-Clark mide sus operaciones, principalmente, en términos del EBIT, por lo que continuamente dirige sus esfuerzos a fin de aumentar su margen operativo.

Tal como se ha mencionado con anterioridad, Kimberly-Clark está muy comprometida con la disminución de sus costos en general y, en términos de sus costos fijos en los últimos 5 años (2015-2019), implementó dos estrategias de reducción: FORCE y GRP, siendo esta última implementada en 2018. La idea de estas estrategias de reducción de

costos es, fundamentalmente, buscar que la proporción de los costos fijos en base a las ventas sea cada vez menor.

Dicho esto, en pos de construir la proyección que se busca realizar en este trabajo, los costos fijos serán concebidos en base a las ventas. Si bien es cierto que los costos fijos no dependen directamente de las unidades vendidas ni de los aumentos de precios, Kimberly-Clark tiene como principal objetivo incrementar sus ventas, el margen bruto y el margen operativo. Una forma de conseguirlo, es que los componentes de los costos (costo de mercadería vendida y costos fijos) sean cada vez menores en función de las ventas.

Asimismo, resulta imperativo considerar, también, la participación que tiene cada una de las geografías en las ventas totales, ya que dichas geografías presentan un porcentaje de costos fijos distinto.

Como se observa en la Tabla 21., en 2019, Kimberly-Clark presentó una participación del costo fijo sobre las ventas de 16,50%, donde se puede apreciar que, en Estados Unidos, esta participación fue de 11,69%, mientras que en los países Fuera de Estados Unidos fue de 21,87%.

Para la proyección de los costos fijos del período 2020-2024, se estimará que Kimberly-Clark conseguirá una reducción adicional de éstos de 0,50 puntos porcentuales en ambas geografías en 2020, manteniéndose constantes por el resto del período. Esto se explica por la estrategia de reducción de costos GRP, que se espera esté completamente implementada a fines de este año.

Ahora bien, resulta oportuno señalar que, si bien tal como se observa en la Tabla 21., la proyección de los porcentajes de costos fijos por geografía se mantiene constantes, a nivel total Kimberly-Clark, sufre variaciones pues se reduce hasta el 2021 inclusive y, de 2022 hasta 2024, presenta una leve tendencia a crecer.

Tales movimientos, vienen explicados por la proporción que tiene cada geografía en cada uno de los años. Así, para el período 2022-2024, los países Fuera de Estados Unidos comienzan a contar con una mayor participación en las ventas, impulsado por las mayores proyecciones de crecimiento de los países Fuera de Estados Unidos en comparación con Estados Unidos. Dichos movimientos, generarán el impacto opuesto en los márgenes operativos, subiendo hasta 2021 y viéndose reducidos levemente entre 2022-2024.

Tabla 21. *Proyección de los Costos Fijos de Kimberly-Clark*

Proyección de los Costos Fijos						
Expresado en % sobre ventas totales	Costos Fijos por Geografía	2019				Variación puntos porcentuales estimada para proyección (2020-2024)
	Estados Unidos	11,69%				
	Fuera de Estados Unidos	21,87%				
	Total Kimberly-Clark	16,50%				
	Costos Fijos por Geografía	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e
	Estados Unidos	11,19%	11,19%	11,19%	11,19%	11,19%
	Fuera de Estados Unidos	21,37%	21,37%	21,37%	21,37%	21,37%
	Total Kimberly-Clark	16,00%	15,92%	15,97%	15,97%	15,95%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2015-2019

Impuestos (TAX):

Con respecto a la estimación de los impuestos, dada las políticas de reducción de impuestos implementadas por Estados Unidos en los últimos años, se utilizará un promedio de la tasa efectiva impositiva de los últimos 2 años (2018-2019) reportada por Kimberly-Clark para la estimación de los futuros años.

Si bien, la tasa efectiva impositiva en los Estados Unidos para las empresas gira alrededor de los 19%, hay que recordar que esta tasa efectiva impositiva que muestra Kimberly-Clark, es un promedio de las tasas que tiene en cada uno de los países donde opera. Por esto, el valor que se utilizará para proyectar en 2020-2024, es de 20,65%.

Tabla 22. *Evolución y Proyección de la Tasa Impositiva de Kimberly-Clark*

Evolución de la Tasa Impositiva						
Expresado en % sobre EBIT	Concepto	2015	2016	2017	2018	2019
	Tasa Efectiva Impositiva	31,30%	30,60%	28,40%	19,60%	21,70%
	Promedio Tasa Impositiva (2018-2019)	20,65%				
		2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e
	Tasa Impositiva (Proyección)	20,65%	20,65%	20,65%	20,65%	20,65%

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2015-2019

Inversiones de Capital (CAPEX):

Para la estimación del CAPEX, se proyectará en base al promedio de participación de éste, sobre las ventas totales de Kimberly-Clark. Como se observa en la Tabla 23., en el período 2015-2019, este promedio de participación fue del 5,09%. Dicho porcentaje se aplicó a las ventas estimadas para el período 2020-2024, obteniéndose un CAGR estimado del CAPEX de 1,80%.

Tabla 23. Evolución y Proyección del CAPEX de Kimberly-Clark

		CAPEX de Kimberly-Clark				
		2015	2016	2017	2018	2019
Expresado en Millones US\$ Expresado en % sobre Ventas Totales	Concepto					
	Ventas Totales	\$ 18.682	\$ 18.287	\$ 18.348	\$ 18.486	\$ 18.450
	CAPEX	\$ 1.056	\$ 771	\$ 785	\$ 877	\$ 1.209
	% CAPEX (s/Ventas)	5,65%	4,22%	4,28%	4,74%	6,55%
	Promedio % CAPEX (2015-2019)	5,09%				
		2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e
	% CAPEX (s/Ventas)	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%
	CAPEX	\$ 957	\$ 965	\$ 986	\$ 1.008	\$ 1.026

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2015-2019

Depreciaciones y Amortizaciones:

Para la estimación de las Depreciaciones y Amortizaciones, lo primero que se analizará es el porcentaje que representan éstas sobre los Activos No Corrientes (Propiedad Planta y Equipo + GoodWill o Valor Llave + Activos Intangibles) puesto que, tanto los Activos Intangibles como las Propiedades, Planta y Equipos, se deprecian y amortizan, respectivamente.

Como se puede apreciar en la Tabla 24., tales depreciaciones y amortizaciones representaron, en promedio, un 9,68% entre 2015-2019, el cual se aplicará para el período 2020-2024. Ahora bien, para poder proyectar los Activos No Corrientes, se considerará que estos acompañarán a la proyección del CAPEX, recientemente explicado.

Tabla 24. Evolución y Proyección de las Depreciaciones y Amortizaciones de Kimberly-Clark

		Amortizaciones y Depreciaciones de Kimberly-Clark					
Concepto		2015	2016	2017	2018	2019	
Expresado en Millones US\$ Expresado en % sobre (PPYE + Activos Int.)	Propiedad Planta Y Equipo	\$ 7.104	\$ 7.169	\$ 7.436	\$ 7.159	\$ 7.450	
	Activos Intangibles	\$ 772	\$ 838	\$ 928	\$ 844	\$ 1.309	
	Depreciación & Amortización	\$ 746	\$ 705	\$ 724	\$ 882	\$ 917	
	% Depreciación & Amortización	9,47%	8,80%	8,66%	11,02%	10,47%	
	Promedio % Depr. & Amor. (2015-2019)	9,68%					
			2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e
	Propiedad Planta Y Equipo	\$ 7.582	\$ 7.716	\$ 7.852	\$ 7.991	\$ 8.133	
Activos Intangibles	\$ 1.332	\$ 1.356	\$ 1.380	\$ 1.404	\$ 1.429		
Depreciación & Amortización	\$ 863	\$ 879	\$ 894	\$ 910	\$ 926		

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2015-2019

Capital de Trabajo:

Para analizar el Capital de Trabajo, tal como puede observarse en la Tabla 25., se han considerado los promedios históricos de los últimos 2 años de algunas cuentas del Activo No Corriente y Pasivo No Corriente, como ser Cuentas a Cobrar sobre el ingreso por ventas, Inventarios sobre los costos de mercadería vendida y de las Cuentas por Pagar sobre los costos de mercadería vendida.

Con la proyección de ingreso por ventas y de los costos de mercadería vendida mencionadas anteriormente, se han calculado los montos de las cuentas a cobrar, inventarios y cuentas a cobrar. Con estos valores estimados, el Capital de Trabajo se ha obtenido sumando las Cuentas a Cobrar e Inventarios y restando las Cuentas a Pagar para cada año del periodo 2020-2024. Por último, una vez calculado el capital de trabajo anual, se estimarán las variaciones del mismo, por simple diferencia interanual.

Tabla 25. Evolución y Proyección del Capital de Trabajo de Kimberly-Clark

		Capital de Trabajo de Kimberly-Clark					
Concepto		2015	2016	2017	2018	2019	Promedio 2018-2019
Expresado en Millones US\$ Expresado en % sobre Ventas Totales y CMV	% Inventario (s/CMV)	15,89%	14,48%	15,22%	14,07%	14,42%	14,24%
	% Cuentas por Cobrar (s/Ventas)	12,21%	11,90%	12,62%	11,71%	12,27%	11,99%
	% Cuentas por Pagar (s/CMV)	21,74%	22,50%	24,10%	24,75%	24,61%	24,68%
			2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e
	Capital de Trabajo	\$ 963	\$ 971	\$ 992	\$ 1.014	\$ 1.033	
	- Δ Capital de Trabajo (Interanual)	-\$ 35	\$ 8	\$ 21	\$ 22	\$ 19	

Fuente: Elaboración propia en base a Reportes Anuales 2015-2019

Con todas estas proyecciones, es posible calcular los flujos de fondos de la firma para el período 2020-2024. A continuación, se explicará cómo se calculará un concepto fundamental de la fórmula expresada al comienzo de la Sección III, que es la tasa de descuento.

Supuestos de la Tasa de Descuento (WACC)

Costo del Capital Propio (Re)

Para calcular el costo del capital (o rentabilidad del accionista), el modelo mayormente utilizado es el método *CAPM*. Este modelo postula que el costo del capital propio (Re), es igual al retorno de los activos libres de riesgo, más el riesgo sistemático de la compañía (Beta), multiplicado por la prima de riesgo del mercado.

En términos matemáticos, el Costo del Capital propio (Re), según el modelo *CAPM*, se calcula de la siguiente forma:

$$R_e = R_f + \beta \times PR$$

Donde:

Rf = Es la tasa libre de riesgo

β = Es el Beta que mide el riesgo sistemático de la propia empresa

PR = Es la prima de riesgo del mercado

A continuación, se calcularán cada una de las variables que componen esta fórmula para obtener el valor del costo del capital.

- **Tasa libre de Riesgo (Rf)**

La tasa libre de riesgo es el retorno asociado a un activo financiero, o a un portafolio de activos financieros, la cual debe cumplir con tres condiciones fundamentales:

- 1) No tener riesgo de Default (incumplimientos de pago).
- 2) No tener riesgo de reinversión.
- 3) No estar correlacionado con ningún otro parámetro de la economía.

Esto implica que la tasa libre de riesgo sería equivalente al retorno de un portafolio con beta igual a cero.

Para que no exista riesgo de default, es necesario que el activo financiero sea emitido por un gobierno que no tenga amenaza de entrar en cesación de pagos. Por eso, se utilizará un activo financiero emitido por los Estados Unidos de América, cuyo rendimiento es en dólares estadounidenses; la misma moneda utilizada en este trabajo para la proyección de los flujos de fondos.

Por otro lado, para no tener riesgo de reinversión, se debe seleccionar un activo financiero que no pague cupones antes de su vencimiento o, en otras palabras, un instrumento con tasa “Cupón Cero”. A su vez, es necesario que la duración del instrumento en cuestión coincida con la duración de los flujos de fondos proyectada. Siendo que Kimberly-Clark es una compañía que se espera que tenga continuidad, como mínimo, durante los próximos 10 años, se utilizará un activo financiero de largo plazo para determinar la tasa de libre de riesgo; es decir, de un plazo mayor o igual a 10 años.

El activo más utilizado en la práctica para obtener la tasa libre de riesgo, son las notas del Tesoro de EE. UU. a diez años; ya que son las que muestran la menor sensibilidad a cambios inesperados de inflación, tienen una beta más cercana a cero que los bonos a veinte o treinta años, y se trata de un activo con alto índice de liquidez.

En base a estas características mencionadas, en el presente trabajo se utilizará la tasa de interés de las notas del Tesoro de EE. UU. a diez años como tasa libre de riesgo, y, en particular, se usará la tasa de interés al día 31 de Diciembre de 2019 ¹⁸.

Tabla 26.

Tasa Libre de Riesgo – Notas del Tesoro Estados Unidos a 10 años

Porcentaje de la Tasa Libre de Riesgo	
Concepto	31 de Diciembre 2019
Tasa Libre de Riesgo	1,92%

Fuente: Elaboración propia en base a Treasury.gov

- **Beta (β)**

La beta mide el grado de variabilidad de la rentabilidad de una acción, respecto a la rentabilidad promedio del mercado. Mide el riesgo sistemático asumido por el inversor al comprometer su propio capital. Para calcular la beta, debe medirse la regresión entre la rentabilidad del activo en cuestión (Kimberly-Clark) y la rentabilidad del índice escogido (S&P 500).

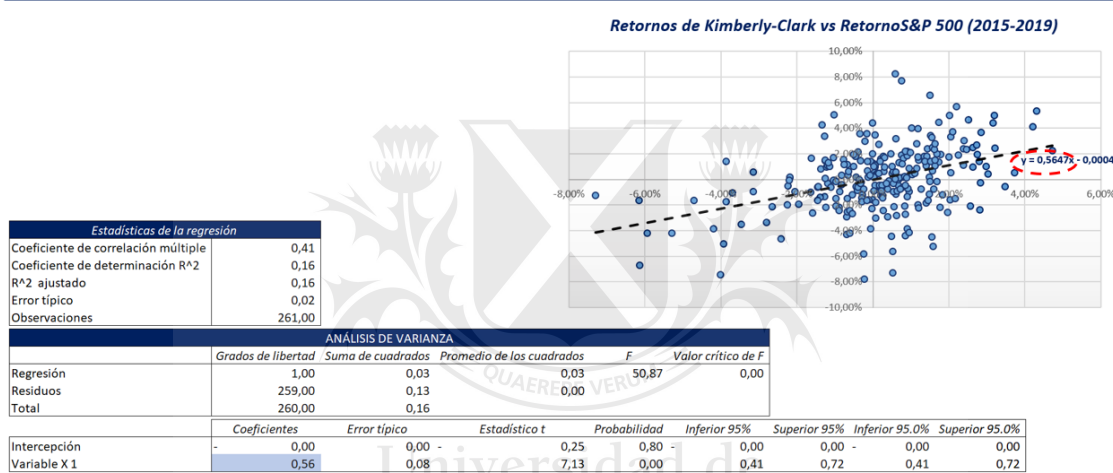
En resumen, la beta se calculó de la siguiente manera:

¹⁸ Véase: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019> (Último Acceso 10/05/20)

- 1) En base a los precios de cierre semanales de las acciones de Kimberly-Clark (KMB) de los últimos 5 años (2015-2019), se estimaron los retornos semanales.¹⁹
- 2) En base a los precios de cierre semanales del índice S&P 500 de los últimos 5 años (2015-2019), se estimaron los retornos semanales del mercado.²⁰
- 3) Se calculó el beta, en base una regresión lineal simple, siendo los rendimientos de Kimberly-Clark la variable dependiente, mientras que los del índice S&P 500, constituyen la variable independiente.

En el Gráfico 33., se puede observar el comportamiento de los retornos de las acciones de Kimberly-Clark vs los del índice S&P 500. Adicionalmente, se muestra el coeficiente beta, resultante de aplicar la regresión lineal simple, de 0,565.

Gráfico 33. Beta y Correlación de la Acción de Kimberly-Clark vs. S&P 500 (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo! Finance

- **Prima de Riesgo del Mercado (PR)**

La prima de riesgo del mercado es la diferencia existente entre el rendimiento medio del mercado y la tasa libre de riesgo. Esta prima refleja el rendimiento adicional que exige un inversor por invertir en el mercado accionario, en vez de apostar por un activo libre de riesgo lo que supone, justamente, un riesgo y, por lo tanto, un rendimiento mayor.

Como tasa libre de riesgo, se utilizarán las Notas del Tesoro de EE. UU. a diez años: 1,92%.

Para estimar el rendimiento medio del mercado, el método más utilizado en la práctica financiera, es el de calcular el rendimiento en base a datos históricos. Este método

¹⁹ Véase Sitio Yahoo! Finance: <https://finance.yahoo.com/quote/KMB/history?p=KMB> (Último Acceso 19/08/20)

²⁰ Véase Sitio Yahoo! Finance <https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC/history?p=%5EGSPC> (Último Acceso 19/08/20)

consiste en elegir un período de tiempo, y calcularle el promedio geométrico de la tasa de retorno de un índice de mercado.

El índice de mercado que se utilizará será el S&P 500, y el período de tiempo a emplear será el más largo que se pueda conseguir, para tener una mayor muestra de datos y minimizar errores en la estimación. Como se observa en la Tabla 27., el rendimiento promedio del mercado que se utilizará es: 9,60%.

Tabla 27. Rendimiento Medio del Mercado S&P 500 (1928 – 2019)

Promedio Geométrico de los retornos históricos S&P 500	
Años	Retornos S&P 500
1928-2019	9,60%

Fuente: Elaboración propia en base a sitio Yahoo! Finance

Con estos datos, se obtiene una prima libre de riesgo de: 7,68%.

Tabla 28. Tasa Prima Libre de Riesgo al 31 de Diciembre 2019

Prima Libre de Riesgo	
Concepto	Porcentaje
Rendimiento Medio del Mercado S&P 500	9,60%
Tasa libre de Riesgo	1,92%
Prima Libre de Riesgo del Mercado	7,68%

Fuente: Elaboración propia

Una vez calculada la Prima de Riesgo de Mercado, ya se tienen cuantificados todos los componentes de la fórmula para el cálculo del Costo del Capital Propio (Re), siendo su resultado 6,25%, como se observa la Tabla 29.

Tabla 29. Costo del Capital Propio (Re)

Costo del Capital Propio (Re)	
Concepto	Porcentaje
Tasa libre de Riesgo	1,92%
Beta (β)	0,56
Prima Libre de Riesgo del Mercado	7,68%
Costo del Capital Propio (Re)	6,25%

Fuente: Elaboración propia

Costo de la Deuda (Rd)

Kimberly-Clark utiliza diferentes métodos de financiamiento, como ser papeles comerciales, préstamos Inter compañía con sus subsidiarias internacionales, líneas de crédito internacional, préstamos bancarios y emisión de deuda a largo plazo mediante bonos con tasa fija y variable.

La deuda de largo plazo emitida por Kimberly-Clark, sirve para conocer o estimar el costo de endeudamiento que enfrenta actualmente. Para realizar dicha estimación, se tuvieron en cuenta los YTM al 31 de Diciembre 2019 -actualmente en el mercado- de todas las deudas emitidas por Kimberly-Clark en dólares estadounidenses.

En la Tabla 30., se pueden observar todos los bonos vigentes emitidos por Kimberly-Clark. La tasa que se utilizará para este trabajo será la del bono de 2029, el cual presenta una YTM de 3,22%²¹.

²¹ Véase Markets Insider:

<https://markets.businessinsider.com/bonds/finder?borrower=12437&maturity=&yield=&bondtype=&coupon=¤cy=333&rating=&country=> (Último Acceso: 21/08/20)

Tabla 30.

Bonos Emitidos por Kimberly-Clark en US\$ - Yield To Maturity

Bonos Emitidos por Kimberly-Clark							
Empresa	ISIN	Moneda	Fecha Cancelación	Tasa de Interés Cupón	Yield To Maturity	Calificación Moody's	Volumen
Kimberly-Clark Corp	US494368BS16	US\$	15/8/2020	2,15%	2,16%	A2	250.000.000,00
Kimberly-Clark Corp	US494368BH50	US\$	1/3/2022	2,40%	2,57%	A2	300.000.000,00
Kimberly-Clark Corp	US494368BJ17	US\$	1/6/2023	2,40%	2,66%	A2	350.000.000,00
Kimberly-Clark Corp	US494368BQ59	US\$	1/3/2025	2,65%	2,68%	A2	250.000.000,00
Kimberly-Clark Corp	US494368BR33	US\$	15/8/2025	3,05%	3,09%	A2	300.000.000,00
Kimberly-Clark Corp	US494368BU61	US\$	15/2/2026	2,75%	2,79%	A2	400.000.000,00
Kimberly-Clark Corp	US494368BY83	US\$	1/11/2028	3,95%	3,97%	A2	500.000.000,00
Kimberly-Clark Corp	US494368BZ58	US\$	25/4/2029	3,20%	3,22%	A2	700.000.000,00
Kimberly-Clark Corp	US494368CB71	US\$	26/3/2030	3,10%	3,11%	A2	750.000.000,00
Kimberly-Clark Corp	US494368BV45	US\$	30/7/2046	3,20%	3,21%	A2	500.000.000,00
Kimberly-Clark Corp	US494368BW28	US\$	4/5/2047	3,90%	3,94%	A2	350.000.000,00
Kimberly-Clark Corp	US494368CA98	US\$	7/2/2050	2,88%	2,89%	A2	500.000.000,00

Fuente: Elaboración propia en base a Markets.businessinsider.com

Tasa de Impuesto a las Ganancias (Tc)

Para el cálculo de la tasa de impuesto a las ganancias, se utilizará la misma tasa efectiva impositiva que se usó para el cálculo del flujo de fondos, de 20,65%, como se observó en la Tabla 22.

Cálculo del Valor del mercado y Valor de la deuda de Kimberly-Clark

Los ratios E/V y D/V de la fórmula de la WACC se componen de dos conceptos principales: el Valor de mercado de la empresa o Equity (E), y el valor de la deuda del mercado (D) a la fecha de valuación; siendo el denominador de ambos ratios (V), que se calcula como la suma de E y D.

Dada la dificultad de encontrar el valor de mercado de la deuda a Diciembre 2019, se procederá a tomar el valor de la Deuda Financiera (Corto Plazo + Largo Plazo) de los balances contables informados por Kimberly-Clark para 2019.

En lo que respecta al valor del mercado, será el valor del mercado al 31 de Diciembre de 2019. Éste se calculará en base a las acciones ordinarias de libre circulación al 31 de Diciembre 2019, multiplicadas por el valor de dichas acciones en la misma fecha.

Como se puede ver en la Tabla 31., la deuda (Corto Plazo + Largo Plazo) reportada por Kimberly-Clark fue de US\$ 7.877 millones. A su vez, para obtener el valor de mercado, se ha multiplicado el valor de la acción al 31 de Diciembre de 2019, que era de US\$ 137,55, por la cantidad de acciones ordinarias de libre circulación para esa fecha, que eran 340.547.119. Para calcular el Denominador, como se ha mencionado anteriormente, se tiene que sumar la Deuda + Valor de mercado, lo que genera un valor de US\$ 54.719 millones.

Por último, para obtener la proporción de la deuda y el Valor de mercado sobre el total, se hace la división del Valor del Mercado / V, lo que arroja una proporción de 85,60%, y, de 14,40% de Deuda / V.

Tabla 31. Ratios E/V y D/V de Kimberly-Clark al 31 de Diciembre 2019

Ratios E/V y D/V al 31 de Diciembre 2019 de Kimberly-Clark	
Deuda Total (CP+LP)	\$ 7.877
Valor de la Acción de Kimberly-Clark	\$ 137,55
Acciones Ordinarias de Libre Circulación (millones)	340,55
Equity (Market Cap= Valor de la Acción * # Acciones Ordinarias)	\$ 46.842
V= (Deuda Total + Equity)	\$ 54.719
E/V de Kimberly-Clark	85,60%
D/V de Kimberly-Clark	14,40%

Expresado en Millones US\$
Expresado en % sobre (Deuda Total + Equity)

Fuente: Elaboración propia en base a Money.Cnn.com, Yahoo! Finance y Reporte Anual Kimberly-Clark 2019

Ya con todos los componentes de la WACC estimados, se llega a un valor de esta de 5,72%, como se observa en la Tabla 32.

Tabla 32. Calculo WACC de Kimberly-Clark al 31 de Diciembre 2019

WACC al 31 Diciembre 2019	
E/V	85,60%
Re	6,25%
D/V	14,40%
Rd	3,22%
(1-Tc)	79,35%
WACC	5,72%

Fuente: Elaboración propia

Por último, para completar la valuación por flujo de fondos descontados, resta estimar la tasa de crecimiento a perpetuidad, que forma parte del Valor Terminal de la metodología de Flujo de Fondos Descontados.

Supuestos del Valor Terminal

Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g)

La tasa de crecimiento a perpetuidad (denominada “g” como sigla del inglés “Growth”, que significa crecimiento), se estimará en base a las proyecciones de Statista de la inflación esperada, sumada a la proyección de crecimiento de la población para el periodo 2020-2030. Como se puede observar en la Tabla 33., dichas proyecciones arrojan una inflación esperada de 1,50% y un crecimiento poblacional de 0,50%. Esto resulta en una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2,00%.

Tabla 33.

Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g) de Kimberly-Clark

Tasa Perpetuidad (g)	
Inflación Proyectada	1,50%
Tasa Crecimiento Poblacional	0,50%
g	2,00%

Expresado en %

Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista

Finalmente, es posible calcular el Valor Terminal que es, como se observa en la Tabla 34., de US\$ 76.901 millones.

Tabla 34.

Valor Terminal de Kimberly-Clark

Valor Terminal	
WACC	5,72%
Tasa de Crecimiento (g)	2,00%
FF al 2024	\$ 2.806
Valor Terminal	\$ 76.901

Expresado en Millones US\$

Fuente: Elaboración propia

Valuación de Kimberly – Clark por FFD (Resultados)

Como se ha mencionado con anterioridad, en el presente trabajo se presenta la valuación del capital accionario de Kimberly-Clark Corp. al 31 de Diciembre de 2019, mediante la metodología de Flujos de Fondos Descontados para los próximos 5 años. A tal fin, se han utilizado los siguientes datos:

- I) Tasa de descuento equivalente al WACC: 5,72%.
- II) Flujos de fondo libres a la firma, estimados entre 2020 y 2024.
- III) Valor Terminal para el período 2024 a Perpetuidad.

Como puede observarse en la Tabla 35., con esta valuación definida se obtuvo, para el escenario base, un valor fundamental del capital accionario de Kimberly-Clark equivalente a US\$ 62.294 millones, con un precio de la acción a US\$ 182,92 al 31 de Diciembre de 2019.

Cabe recordar que al 31 de Diciembre de 2019, en el mercado bursátil, el precio de la acción de Kimberly-Clark era de US\$ 137,55, y el total de acciones de libre circulación era de 340.547.119, conllevando un valor del capital accionario, a esa fecha, de US\$ 46.842 millones. Esto implica que, según el resultado de la valuación del escenario base, las acciones de Kimberly-Clark presentaban un valor inferior al estimado, en el presente trabajo, al 31 de Diciembre de 2019.

Tabla 35.

Valor del Capital Accionario de Kimberly-Clark al 31 de Diciembre 2019

Cuadro Resumen Kimberly-Clark Corp.	
Fecha de Valuación	31 de Diciembre 2019
Tasa de Crecimiento (2020-2024)	1,80%
Márgenes Brutos	34,23%
Márgenes Operativos	18,28%
WACC	5,72%
Valor Presente del Flujo de Fondos a la Firma	\$ 11.505
Valor Presente del Valor Terminal	\$ 58.224
Valor a la Firma de Kimberly-Clark Corp.	\$ 69.729
Valor de la Deuda Financiera + Caja y Equivalentes	\$ 7.435
Valor del Capital Accionario de Kimberly-Clark Corp.	\$ 62.294
Cantidad de Acciones de Libre Circulación	340.547.119
Precio por Acción	\$ 182,92
Precio por Acción del Mercado (31 Diciembre 2019)	\$ 137,55
Valor del Capital Accionario de Kimberly-Clark Corp. Mercado (31 Diciembre 2019)	\$ 46.842

Fuente: Elaboración propia

Este escenario base, al tratarse de una valuación de estimaciones futuras, la cual cuenta con muchos supuestos sobre distintas variables, puede estar sujeto a un grado de incertidumbre e inexactitud que no se ajuste a la realidad.

Con la intención de corregir este margen de error en las variables proyectadas, se realizará un análisis de sensibilidad. Éste consiste en la estimación de dos escenarios alternos al principal (escenario base), introduciendo cambios en algunas variables fundamentales de la valuación (los números resaltados en azul son los que varían respecto al escenario base).

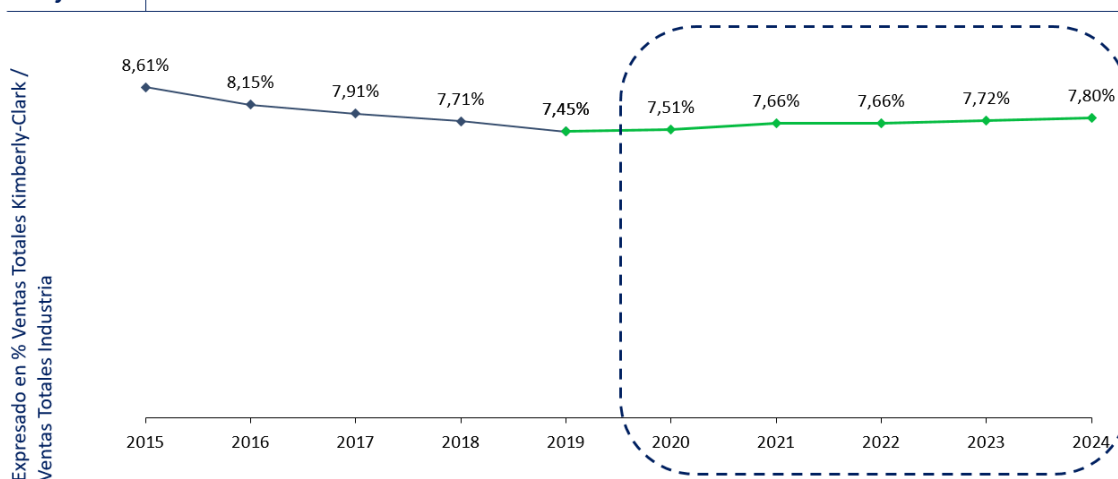
I) Escenario Base:

- Cuota de Mercado Kimberly-Clark (2020-2024): **6,98%**
- CAGR de Ventas Kimberly-Clark (2020-2024): **1,80%**
- Márgenes Brutos Kimberly-Clark (2020-2024): **34,23%**
- Márgenes Operativos Kimberly-Clark (2020-2024): **18,28%**
- Tasa Impuestos a las ganancias (2020-2024): **20,65%**
- Tasa de descuento WACC (2020-2024): **5,72%**
- Tasa crecimiento a perpetuidad: **2,00%**

II) Escenario Optimista:

- Cuota de Mercado Kimberly-Clark (2020-2024): **7,80%**
- CAGR de Ventas Kimberly-Clark (2020-2024): **4,07%**
- Márgenes Brutos Kimberly-Clark (2020-2024): **35,22%**
- Márgenes Operativos Kimberly-Clark (2020-2024): **19,36%**
- Tasa Impuestos a las ganancias (2020-2024): **20,65%**
- Tasa de descuento WACC (2020-2024): **5,72%**
- Tasa crecimiento a perpetuidad: **2,00%**

Para el escenario Optimista, como puede observarse en el Gráfico 34., se partió del panorama en el cual todos los esfuerzos de Kimberly-Clark por recuperar el Market Share perdido desde 2015, son logrados en ambas geografías, terminando, en 2024, casi al mismo nivel de Market Share total que la compañía supo tener en 2016.

Gráfico 34. Evolución y Proyección del Market Share de Kimberly-Clark (2015-2024) – Escenario Optimista

Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista y Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Esta recuperación de Market Share conlleva a un CAGR de Ventas de 4,07%, lo que implicaría que Kimberly-Clark crecería durante 2020-2024 por encima del CAGR de la industria.

A su vez, se consideró que todas las estrategias que implementó Kimberly-Clark para la reducción de costos, tuvieron un resultado aún más positivo que en el escenario base consiguiendo, de este modo, reducir sus costos de mercadería vendida al menor en -2,51 puntos porcentuales vs 2019, obteniendo un valor de costo de mercadería vendida sobre ventas de 64,78% para el periodo 2020-2024. Esto generó un margen bruto de 35,22%.

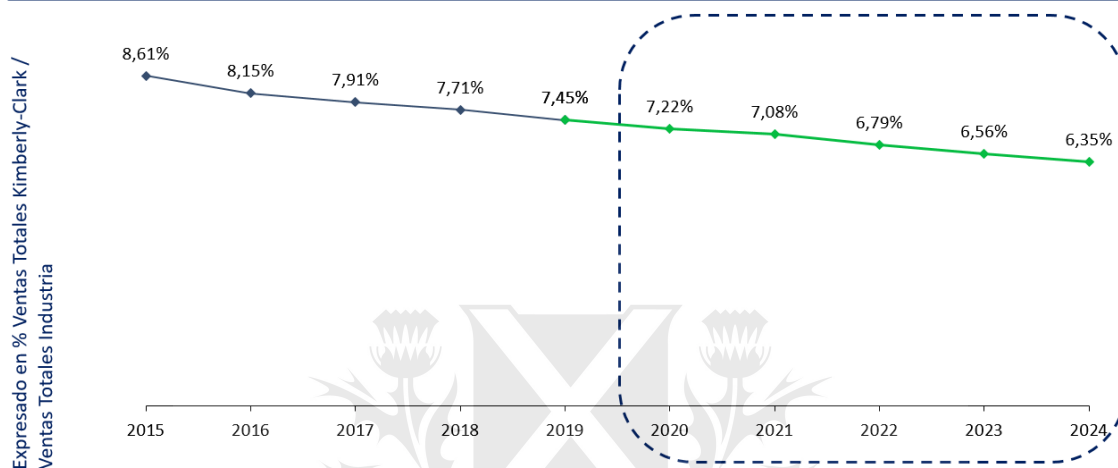
Bajo la misma premisa, se consideró que los costos fijos también obtuvieron una baja mayor a la del escenario base, reduciéndose, en ambas geografías, 1,00 punto porcentual, en comparación con los 0,5 puntos porcentuales que habían mejorado en el escenario base. Así, se obtiene un margen operativo de 19,36%, lo que implica una mejora contra el escenario base de 3,15 puntos porcentuales.

III) Escenario Pesimista:

- Cuota de Mercado Kimberly-Clark (2020-2024): **6,35%**
- CAGR de Ventas Kimberly-Clark (2020-2024): **-0,12%**
- Márgenes Brutos Kimberly-Clark (2020-2024): **32,71%**
- Márgenes Operativos Kimberly-Clark (2020-2024): **16,43%**
- Tasa Impuestos a las ganancias (2020-2024): **20,65%**
- Tasa de descuento WACC (2020-2024): **5,72%**
- Tasa crecimiento a perpetuidad: **2,00%**

Para el escenario Pesimista, como puede observarse en el Gráfico 35., se partió del panorama en el cual todos los esfuerzos de Kimberly-Clark por recuperar el Market Share, que viene con tendencia negativa desde 2015, no son exitosos, y que, al mismo tiempo, esta tendencia continúa con el mismo promedio de caída interanual que venía experimentando Kimberly-Clark entre 2017-2019, que era del -0,23%. Esto genera que, en este escenario, el Market Share de Kimberly-Clark en 2024 sea de 6,35%.

Gráfico 35. Evolución y Proyección del Market Share de Kimberly-Clark (2015-2024) – Escenario Pesimista



Fuente: Elaboración propia en base a información de Mercado. Statista y Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Esta continua pérdida de Market Share, conlleva a un CAGR de Ventas de -0,12%, lo que implicaría que Kimberly-Clark casi mantenga su nivel de ventas durante 2020-2024.

A su vez, se consideró que todas las estrategias que implementó Kimberly-Clark para la reducción de costos, ya han conseguido su mayor eficiencia en 2019, y que no reducirá más sus costos. Esta premisa conduce a que los costos de mercadería vendida se mantengan en 67,29% (que tuvo en 2019), generando un margen bruto de 32,71%, lo que implica un decrecimiento de éste contra el escenario base de -1,52 puntos porcentuales.

Esta misma premisa se aplicó para los costos fijos, que mantuvieron su nivel de 16,50% de 2019, obteniéndose un margen operativo de 16,43%, lo que se traduce como una caída contra el escenario base de -1,85 puntos porcentuales.

Como último punto de la valuación por flujos de fondos descontados, en la Tabla 36., podrá observarse un resumen de los resultados del análisis de sensibilidad, el cual arroja que la variación del valor del capital accionario de Kimberly-Clark se encuentra entre los US\$ 50.098 y los US\$ 74.112 millones, y el precio de la acción se sitúa entre los US\$ 147,11 y los US\$ 217,63.

Tabla 36. Análisis de Sensibilidad del Valor del Capital Accionario de Kimberly-Clark al 31 de Diciembre 2019

Cuadro Resumen Kimberly-Clark Corp.		Escenario Optimista	Escenario Base	Escenario Pesimista
Fecha de Valuación		31 de Diciembre 2019	31 de Diciembre 2019	31 de Diciembre 2019
Tasa de Crecimiento (2020-2024)		4,07%	1,80%	-0,12%
Márgenes Brutos		35,22%	34,23%	32,71%
Márgenes Operativos		19,36%	18,28%	16,43%
WACC		5,72%	5,72%	5,72%
Valor Presente del Flujo de Fondos a la Firma		\$ 13.025	\$ 11.505	\$ 9.805
Valor Presente del Valor Terminal		\$ 68.521	\$ 58.224	\$ 47.727
Valor a la Firma de Kimberly-Clark Corp.		\$ 81.547	\$ 69.729	\$ 57.533
Valor de la Deuda Financiera + Caja y Equivalentes		\$ 7.435	\$ 7.435	\$ 7.435
Valor del Capital Accionario de Kimberly-Clark Corp.		\$ 74.112	\$ 62.294	\$ 50.098
Cantidad de Acciones de Libre Circulación		340.547.119	340.547.119	340.547.119
Precio por Acción		\$ 217,63	\$ 182,92	\$ 147,11
Precio por Acción del Mercado (31 Diciembre 2019)			\$ 137,55	
Valor del Capital Accionario de Kimberly-Clark Corp. Mercado (31 Diciembre 2019)			\$ 46.842	

Expresado en Millones US\$


Fuente: Elaboración propia

El detalle de todas las líneas y los flujos de fondos en cada uno de los escenarios, se encuentran en la sección de Apéndice.

- **Apéndice A:** Detalle Valuación Flujo de Fondos Descontados (Escenario Base)
- **Apéndice B:** Detalle Valuación Flujo de Fondos Descontados (Escenario Optimista)
- **Apéndice C:** Detalle Valuación Flujo de Fondos Descontados (Escenario Pesimista)

Por último, dado que los tres escenarios contienen muchos supuestos para llegar al resultado final, se realizó una tabla de sensibilidad, del escenario base, analizando como sería el valor de la acción de Kimberly-Clark variabilizando la Tasa de Valor a perpetuidad y la WACC. Dicho esto, como se puede observar en la Tabla 37., se podría inferir que entre los valores de la WACC 6,00%-6,25% y de la Tasa a perpetuidad entre 1,00%-1,50%, podría encontrarse el valor de la acción más cercano al valor del mercado de US\$ 137,55 al 31 de Diciembre de 2019.

Tabla 37. Análisis de Sensibilidad del Valor de la Acción de Kimberly-Clark al 31 de Diciembre 2019

Análisis de Sensibilidad del Valor de la Acción de Kimberly-Clark					
					
WACC \ Tasa Valor Terminal	5,25%	5,50%	5,72%	6,00%	6,25%
1,00%	\$ 164,01	\$ 153,66	\$ 145,39	\$ 136,07	\$ 128,53
1,50%	\$ 185,08	\$ 172,14	\$ 161,94	\$ 150,58	\$ 141,50
2,00%	\$ 212,63	\$ 195,89	\$ 182,92	\$ 168,71	\$ 157,51
2,50%	\$ 250,19	\$ 227,57	\$ 210,42	\$ 192,02	\$ 177,79
3,00%	\$ 304,45	\$ 271,91	\$ 248,03	\$ 223,10	\$ 204,32

Escenario Base

Fuente: Elaboración propia

Valuación de Kimberly-Clark Relativa o por Múltiplos

Esta metodología consiste en estimar el valor de un activo, en base al valor que el mercado asigna a activos similares y, para hacerlo comparable, se debe utilizar una misma fecha de valuación.

La efectividad de este modelo radica, principalmente, en que existan una gran cantidad de activos comparables, que tengan un precio de mercado confiable, y que existan variables comunes que puedan utilizarse para la estandarización de precios.

Para poder valorar a Kimberly-Clark con esta metodología, será necesario:

- 1) Encontrar compañías que:
 - 1.1) Coticen en bolsa.
 - 1.2) Realicen actividades de negocios similares a Kimberly-Clark.
 - 1.3) Posean características de retornos/riesgos semejantes.
- 2) Seleccionar y obtener múltiplos de valuación estandarizados, que sirvan para reflejar el valor de las compañías. (Por ejemplo: EV/EBITDA, EV/Ventas, P/E, ROE, etc.)
- 3) En base a los múltiplos de Kimberly-Clark, compararlos contra los de las otras compañías similares para estimar el valor de mercado del capital accionario de Kimberly-Clark.

Como último punto, antes de comenzar la valuación, resulta importante señalar las ventajas y desventajas de este modelo:

Ventajas:

1. Reflejan la percepción del mercado en un momento determinado.
2. Requieren menor información y son más fáciles de obtener e identificar (gran número de activos comparables y precios reflejados en el mercado).
3. Dan credibilidad, ya que reflejan niveles de precio donde se han realizado transacciones entre compradores y vendedores.

Desventajas:

1. Hay acciones de compañías que parecen subvaluadas en términos relativos, pero pueden estar sobrevaluadas en términos absolutos.
2. Aunque se requiere menor información, también se está asumiendo una determinación sobre variables fundamentales que podría ser equivocada.
3. A pesar de que la información es de fácil obtención, la distinta utilización de las normas contables requiere ajustes de variables.

En cuanto a la selección de compañías que pueden resultar comparables con Kimberly-Clark para este ejercicio de valuación por múltiplos, se tendrán en cuenta las tres principales compañías que le compiten en el mercado a nivel internacional. Además, se

considerarán dos compañías que no son competidoras directas, pero que se encuentran en el top 10 de empresas de consumo masivo.

- Procter & Gamble Co
- Unilever
- Essity
- PepsiCo
- The Coca-Cola Company

En cuanto a la selección del múltiplo, dado que sólo puede haber una única estimación de valor, es conveniente seleccionar un múltiplo principal. Por ello, se utilizará el múltiplo que tiene más sentido para el sector en cuestión, considerando cómo es creado y medido el valor. Dicho esto y, dado que Kimberly-Clark, así como las otras empresas con las que se comparará, se especializan en productos destinados al sector minorista, es recomendable utilizar múltiplos que se basan en el monto de ventas totales, ganancias y márgenes (Por ejemplo: P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA, etc.).

En la práctica financiera, existe un uso generalizado del múltiplo EV/EBITDA, ya que puede computarse aún para firmas que reportan pérdidas netas, e industrias con grandes inversiones en infraestructura. También, permite computarse en firmas con distintas estructuras de capital, ya que el valor de la firma es independiente de éstas.

A su vez, este múltiplo posee las siguientes limitaciones: no tiene en cuenta posibles costos de reestructuración de las operaciones, no incorpora el CAPEX, el cual es necesario para mantener la posición competitiva y para hacer crecer el negocio, etc.







A pesar de sus limitaciones, que son importantes para tener en cuenta, el EBITDA, en la práctica, es una buena medida para realizar una aproximación rápida al valor, y para utilizarlo como referencia de lo que está pagándose en el mercado por empresas comparables. Por todo esto se va a proceder a la valuación en base al múltiplo *EV/EBITDA*.

En la Tabla 38., que se encuentra a continuación, pueden observarse las empresas comparables seleccionadas, y su comparación con los principales ratios de Kimberly-Clark.

Como se puede observar, el ratio EV/EBITDA de las empresas comparables, va desde los 11,66X de Essity hasta los 19,95X de Procter & Gamble, quedando Unilever en el medio con 14,86X. Esto genera un promedio ponderado de la industria (en base a las ventas), de 17,09X.

Si bien, según la estimación del Valor de la empresa y del EBITDA de Kimberly-Clark al 31 de Diciembre de 2019, su ratio EV/EBITDA es de 13,89X, para poder realizar la valuación por múltiplos en base a las empresas comparables, se utilizará un valor EV/EBITDA entre 12,0X y 18,0X.

Tabla 38. Compañías Comparables vs Kimberly-Clark

		Tabla de Múltiplos						
Expresado en Millones US\$	Compañías	EV/EBITDA	Ventas 2019	CAGR Ventas 3 Últimos 3 Años	Margen EBITDA	Margen Operativo	D/E	P/E
		19,95	\$ 67.684	1,20%	24,61%	20,44%	5,33%	72,53
		14,86	\$ 58.228	-0,47%	20,51%	16,69%	7,87%	23,98
		11,66	\$ 14.781	8,41%	17,28%	11,44%	10,52%	20,18
		19,12	\$ 37.266	-3,80%	35,14%	28,26%	16,85%	26,07
		16,19	\$ 67.161	2,26%	19,18%	15,32%	15,75%	25,76
	Promedio de la Industria	17,09	\$ 49.024	0,77%	23,31%	18,79%	10,85%	37,96
		12x-18x	\$ 18.450	0,30%	21,18%	16,21%	16,82%	21,56

Fuente: Elaboración propia en base a Morningstar.com y Reportes Anuales 2019


En la Tabla 39., se muestra la Valuación de la Acción por Múltiplos de Kimberly-Clark. Para su realización, como se mencionó anteriormente, se seleccionó, del ratio EV/EBITDA, un rango en base a los extremos de las empresas comparables. En este caso, un límite inferior de 12,0X, un límite superior de 18,0X y un límite medio de 15,0X, que es el punto medio de los límites inferiores y superiores. En función de estos 3 múltiplos y del valor del EBITDA de Kimberly-Clark, reportado al 31 de Diciembre de 2019 de US\$ 3.908 millones, se estimó el Valor Empresa a dicha fecha.

Posteriormente, al Valor Empresa calculado, se le restó la deuda financiera y se le adicionó el resultante de caja a la fecha de valuación, obteniéndose un Valor del Capital Accionario que oscila entre los US\$ 39.461 y US\$ 62.909 millones, con un valor medio de US\$ 51.185 millones.

Los resultados obtenidos en esta valuación difieren de los obtenidos en el método de valuación de flujos de fondos descontados (US\$ 66.412 millones, en el escenario base). Aunque parecen ser más representativos de la percepción del mercado sobre Kimberly-Clark. Al considerar los múltiplos de mercado, implícitamente, están incorporándose las expectativas en la valuación.

Adicionalmente, si los valores del capital accionario obtenidos mediante la valuación por múltiplos son divididos por las 304.547.119 acciones ordinarias en circulación, implicaría que el valor de la acción de la valuación oscila entre los US\$ 115,88 y los US\$ 184,73, con un valor medio de acción de US\$ 150,30. Estos valores resultan mucho más cercanos al valor de la acción al 31 de Diciembre de 2019 de Kimberly-Clark, que cotizaba a US\$ 137,55, en comparación a los precios de las acciones obtenidos en la valuación por flujos de fondos descontados.

Tabla 39. Valuación de la Acción por Múltiplos de Kimberly-Clark


Valuación por Múltiplos de Kimberly-Clark			
 Kimberly-Clark	Límite Inferior	Límite Medio	Límite Superior
EV/EBITDA	12,00	15,00	18,00
EBITDA		\$ 3.908	
Valor de la Empresa	\$ 46.896	\$ 58.620	\$ 70.344
-Deuda Financiera	\$ 7.877	\$ 7.877	\$ 7.877
+Caja	\$ 442	\$ 442	\$ 442
Valor del Equity	\$ 39.461	\$ 51.185	\$ 62.909
# Acciones Ord.	340.547.119	340.547.119	340.547.119
Precio por Acción	\$ 115,88	\$ 150,30	\$ 184,73

Expresado en Millones US\$

Fuente: Elaboración propia en base a Morningstar.com y Reportes Anuales 2019

Por último, se armaron unas tablas de sensibilidad del valor del capital accionario y del precio de la acción de Kimberly-Clark. Éstas se realizaron teniendo en cuenta los valores alternativos del múltiplo EV/EBITDA (entre 12,0X y 18,0X), y las estimaciones alternativas del EBITDA de Kimberly-Clark (+/- 5%) y resultó en un rango del precio de la acción de Kimberly-Clark entre US\$ 103,07 y US\$ 205,90.


Tabla 40. Análisis de Sensibilidad: Valor del Capital Accionario de Kimberly-Clark

Análisis de Sensibilidad del Valor del Capital Accionario de Kimberly-Clark					
					
EV/EBITDA \ EBITDA	12X	13.5X	15X	16.5X	18X
	\$ 3.545	\$ 35.101	\$ 40.418	\$ 45.735	\$ 51.052
\$ 3.722	\$ 37.228	\$ 42.811	\$ 48.394	\$ 53.976	\$ 59.559
\$ 3.908	\$ 39.461	\$ 45.323	\$ 51.185	\$ 57.047	\$ 62.909
\$ 4.103	\$ 41.806	\$ 47.961	\$ 54.116	\$ 60.271	\$ 66.426
\$ 4.309	\$ 44.268	\$ 50.731	\$ 57.194	\$ 63.656	\$ 70.119

Expresado en Millones US\$

Fuente: Elaboración propia

Tabla 41. | *Análisis de Sensibilidad: Valor de la Acción de Kimberly-Clark*

Análisis de Sensibilidad del Valor de la Acción de Kimberly-Clark						
						
EBITDA Expresado en Millones US\$	EV/EBITDA	12X	13.5X	15X	16.5X	18X
	EBITDA					
	\$ 3.545	\$ 103,07	\$ 118,69	\$ 134,30	\$ 149,91	\$ 165,53
	\$ 3.722	\$ 109,32	\$ 125,71	\$ 142,11	\$ 158,50	\$ 174,89
	\$ 3.908	\$ 115,88	\$ 133,09	\$ 150,30	\$ 167,52	\$ 184,73
	\$ 4.103	\$ 122,76	\$ 140,83	\$ 158,91	\$ 176,98	\$ 195,06
	\$ 4.309	\$ 129,99	\$ 148,97	\$ 167,95	\$ 186,92	\$ 205,90

Fuente: Elaboración propia



SECCIÓN IV

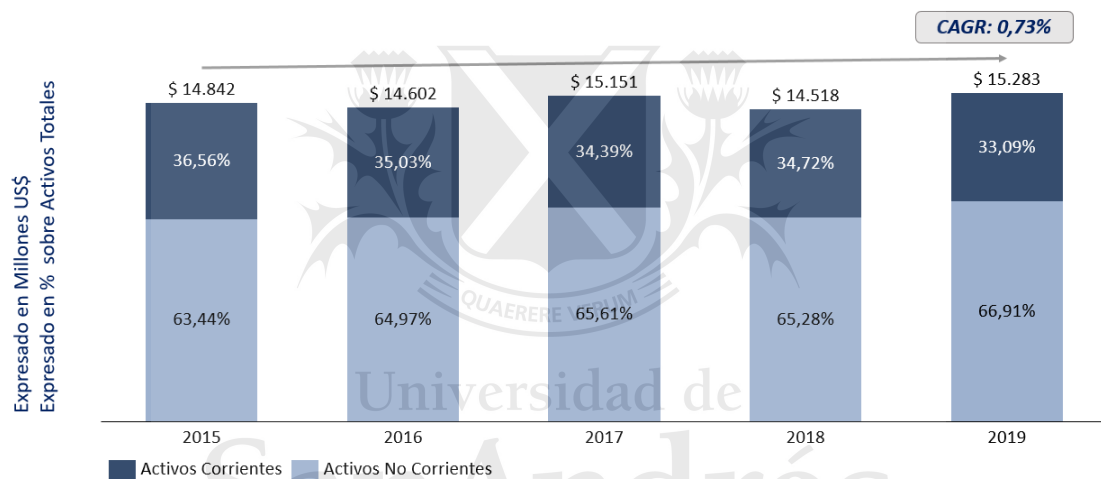
Anexo

Análisis Financiero

A continuación, se analizarán los Activos de Kimberly-Clark.

Como puede contemplarse en el Gráfico 36., si bien el número absoluto del total de activos tuvo una CAGR de 0,73% durante 2015-2019, pasando de US\$ 14.842 en 2015, a US\$ 15.283 millones en 2019, se puede observar que la proporción de Activos Corrientes tuvo una tendencia, todos los años, a la disminución en su proporción respecto de los Activos no corrientes.

Gráfico 36. Evolución de los Activos Corrientes y No Corrientes de Kimberly-Clark (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Al analizar en profundidad los componentes de los activos corrientes y no corrientes, se observarán los siguientes conceptos (Gráfico 37. Y Gráfico 38.):

Activos Corrientes (Gráfico 37.):

Caja y Equivalentes: Son la cantidad de divisas disponibles, así como depósitos a la vista en bancos o instituciones financieras. También, incluye inversiones a corto plazo y altamente líquidas, comúnmente de 90 días, que son fácilmente convertibles en cantidades conocidas de efectivo, y están tan cerca de su vencimiento, que presentan un riesgo insignificante de cambios en el valor debido a cambios en las tasas de interés.

Cuentas por Cobrar: Son los montos adeudados por clientes, dentro de un año a partir de la fecha del balance general (o el ciclo operativo normal, el que sea más largo), para bienes o servicios (incluyendo cuentas por cobrar comerciales) que se han entregado o vendido en el curso normal de los negocios.

Inventarios: Cantidad de inventario que se espera vender, o consumir, dentro de un año o ciclo operativo, al menor costo posible, ya sea por metodología LIFO. Esta es la metodología comúnmente utilizada dentro de Estados Unidos, mientras que en los países fuera de Estados Unidos, se utiliza la metodología FIFO.

Otros: Posibles beneficios económicos que no corresponden a los conceptos anteriores.

Activos No Corrientes (Gráfico 38):

Prop. Plantas y Equipos: Son la cantidad de los activos físicos utilizados en la conducta normal de los negocios para producir bienes y servicios, y no destinados a la reventa (después de la amortización y depreciación correspondiente). Los ejemplos incluyen, entre otros, terrenos, edificios, maquinaria y equipos, equipos de oficina, muebles y accesorios.

Goodwill (o Valor Llave): Este concepto hace referencia a un Activo Intangible, a través del cual se busca cuantificar la reputación de una compañía y, por lo tanto, es una parte del valor en caso de ventas y/o adquisiciones (o desconsolidaciones). Por reputación se entiende, al valor de las marcas de la compañía, a su base de clientes sólida, a sus buenas relaciones con los clientes y los empleados, y a las patentes, o propiedad intelectual o tecnológica, que dan lugar a la existencia de Valor Llave. Éste se considera, y contabiliza, como un activo intangible, debido a que no se trata de un activo físico, como los edificios o equipamiento de la compañía.

Otros (Activos Intangibles): Posibles beneficios económicos que no corresponden a los conceptos anteriores.

En lo que respecta a los Activos Corrientes, presentaron una tendencia a la baja en términos absolutos. Si bien hubo años donde bajaron y otros donde subieron, la foto general de los 5 años bajo análisis, muestra una baja de US\$ 5.426 millones en 2015, a US\$ 5.057 millones en 2019, lo que implica una baja del -6,80%.

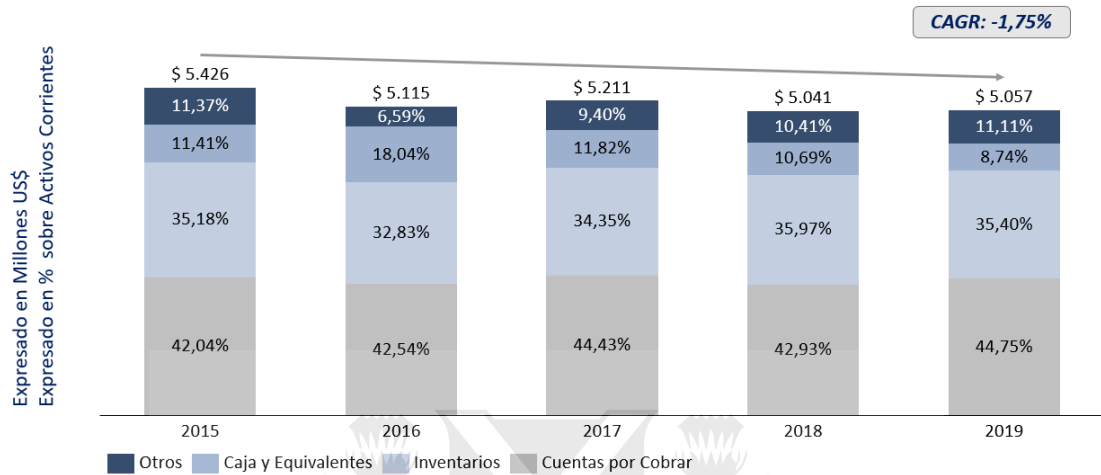
Ésta baja se dio en todos los principales conceptos de los activos corrientes, donde, en líneas generales, mantuvieron su proporción constante a lo largo de los años. El único concepto que bajó en mayor proporción, perdiendo -2,67 puntos porcentuales, fue la de Caja y Equivalentes; principalmente impactada por el pago de pensiones y despidos, debido al cierre de plantas y puestos de trabajo, que se llevaron a cabo por las estrategias de reducción de costos mencionadas anteriormente (FORCE y GRP).

Al analizar los Activos No Corrientes, se ve cómo son los que impulsaron el crecimiento de los activos totales en el período bajo análisis. Pasaron de US\$ 9.416 millones en 2015, a US\$ 10.226 millones en 2019, implicando un crecimiento de 8,60%. Éste se vio impulsado, principalmente, por el incremento de la línea Otros (Activos Intangibles) que, si bien no pesa más del 12,80% del total de los Activos No Corrientes, tuvo un alza, entre 2015 y 2019, de 69,56% y de 4,60 puntos porcentuales dentro de la proporción de los activos no corrientes.

Este aumento de proporción que tuvieron los Activos Intangibles, también, fue impulsado por la baja de "GoodWill", que pasó de US\$ 1.540 millones en 2015, a US\$ 1.467 millones en 2019, lo que implica una caída de -4,74%.

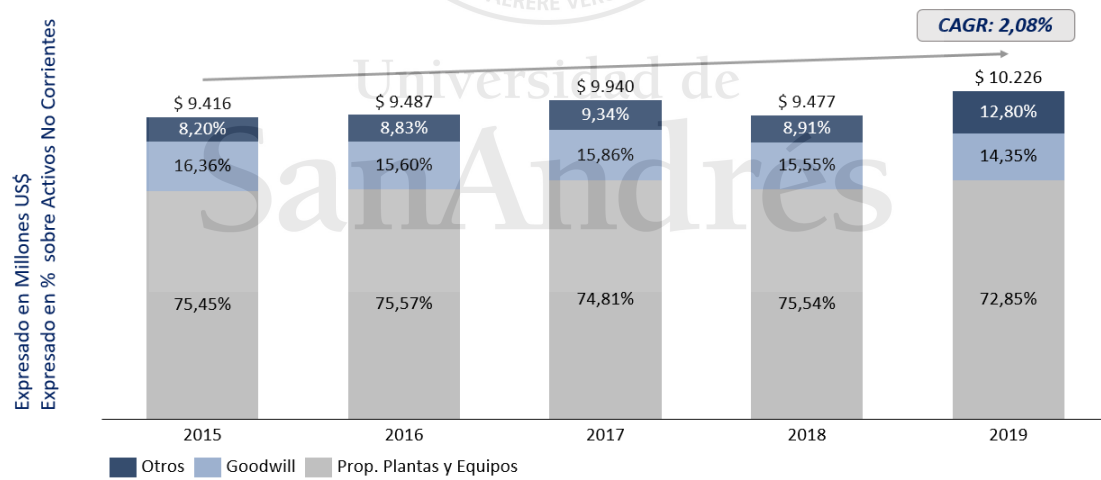
Por último, la línea de Prop. Plantas y Equipos, en términos absolutos, también creció 4,87% (entre 2015-2019), pero, en términos de proporción, perdió -2,60 puntos porcentuales.

Gráfico 37. Evolución de los Activos Corrientes de Kimberly-Clark (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Gráfico 38. Evolución de los Activos No Corrientes de Kimberly-Clark (2015-2019)



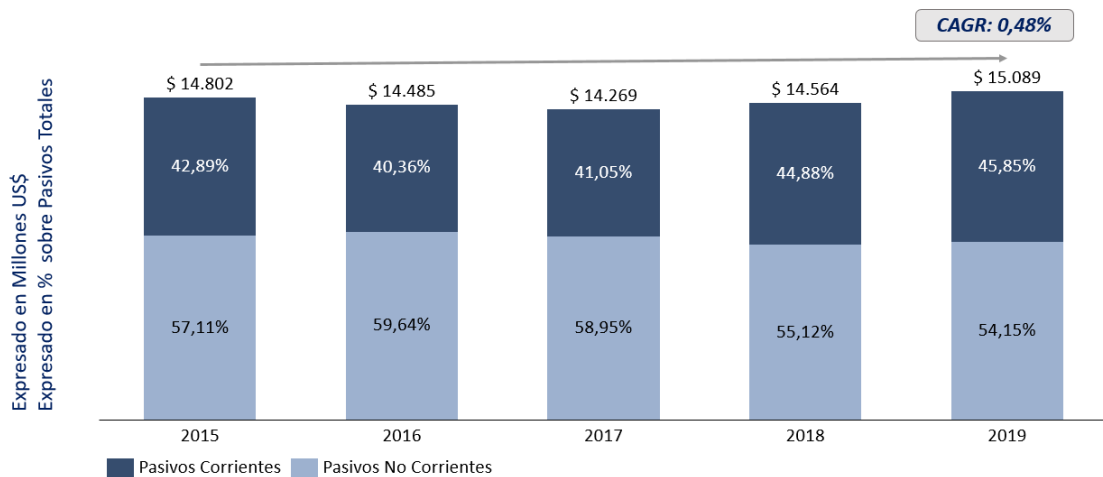
Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Al analizar los Pasivos, como puede observarse en el Gráfico 39., el total del pasivo tuvo un incremento, en el período 2015-2019, a una CAGR de 0,48%, pasando de US\$ 14.802 millones en 2015, a US\$ 15.089 millones en 2019.

Con respecto a la proporción de los pasivos corrientes y no corrientes, puede observarse cómo, desde el año 2016, viene en aumento la proporción de los pasivos corrientes ante una disminución de los pasivos no corrientes.

Gráfico 39.

Evolución de los Pasivos Corrientes y No Corrientes de Kimberly-Clark (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Al analizar en profundidad los componentes de los pasivos corrientes y no corrientes, se observarán los siguientes conceptos (Gráfico 40. y Gráfico 41.):

Pasivos Corrientes (Gráfico 40.):

Deudas Corto Plazo: Son las deudas y obligaciones documentadas (letras de cambio, pagarés, etc.) que tiene la empresa, y que tienen una duración de pago menor a un año.

Cuentas por Pagar: Son las obligaciones (deudas) que la empresa posee con sus acreedores y proveedores como resultado de la adquisición de bienes y servicios. En otras palabras, consiste en las deudas que tiene una empresa relacionada con la actividad económica que realiza.

Pasivos No Corrientes (Gráfico 41.):

Deudas Largo Plazo: Son las deudas contraídas con acreedores cuyo vencimiento vaya a producirse en un plazo superior a un año, en las cuales se incluyen los intereses devengados, también, con vencimiento superior a un año.

Gastos por Pensiones: Son provisiones de largo plazo al personal, tales como pensiones, prestaciones por jubilación o retiro; así como cualquier otra prestación que suponga una compensación económica a satisfacer con carácter diferido, respecto al momento en el que el empleado prestó el servicio.

Impuestos diferidos: Son las diferencias temporales que surgen entre la norma contable financiera y la norma contable tributaria, y están relacionadas con las deudas de largo plazo.

Otros: Posibles erogaciones económicas que no corresponden a los conceptos anteriores.

En lo que respecta a los Pasivos Corrientes, fueron los que impulsaron el crecimiento absoluto de los Pasivos. Si bien, en términos absolutos, tuvieron una baja entre 2015-

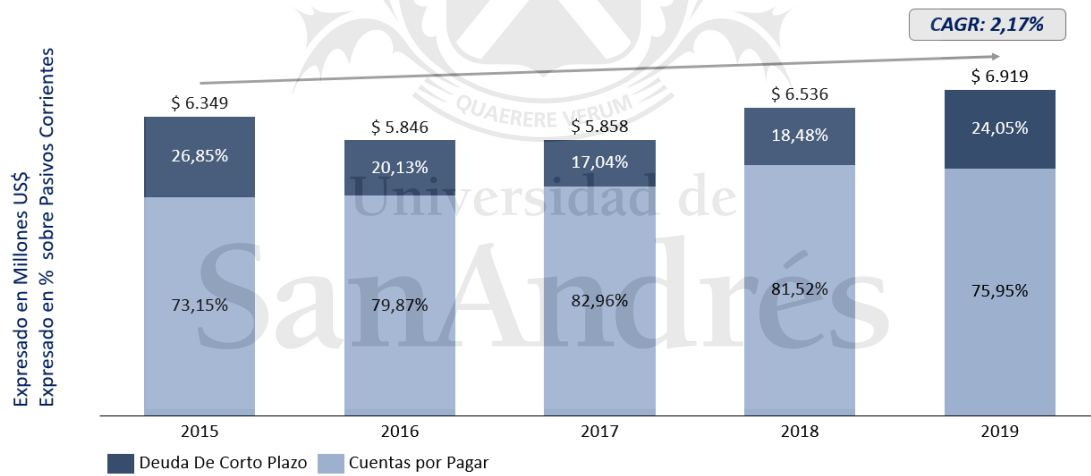
2016, el resto de los años crecieron; pasando de US\$ 6.349 millones en 2015, a US\$ 6.919 millones en 2019, lo que implica un crecimiento del 8,98%. Éste crecimiento, viene impulsado, principalmente, por el crecimiento de las cuentas por pagar, las cuales aumentaron un 13,16% en términos absolutos, pasando de US\$ 4.644 millones en 2015, a US\$ 5.255 millones en 2019; mientras que las deudas de corto plazo bajaron en términos absolutos, pero no compensaron el crecimiento de las cuentas por pagar.

Con respecto a los Pasivos No Corrientes, en términos generales, tuvieron una caída de -3,35% en términos absolutos entre 2015-2019, pasando de US\$ 8.453 millones en 2015, a US\$ 8.170 millones en 2019. Aunque, como puede observarse en el Gráfico 29, hubo dos años que tuvieron crecimiento en términos absolutos (2015-2016 y 2018-2019).

La caída del pasivo no corriente viene impulsada, principalmente, por la caída de la línea “Gastos Por Pensiones”, que, si bien no pesa más del 11,00% del total de los Pasivos no corrientes, tuvieron una caída entre 2015 y 2019 de -21,11%. Ésta fue causada, esencialmente, por la reducción de personal y la baja de provisiones para pago de pensiones e indemnizaciones. El resto de las líneas se mantuvieron relativamente constantes.

Gráfico 40.

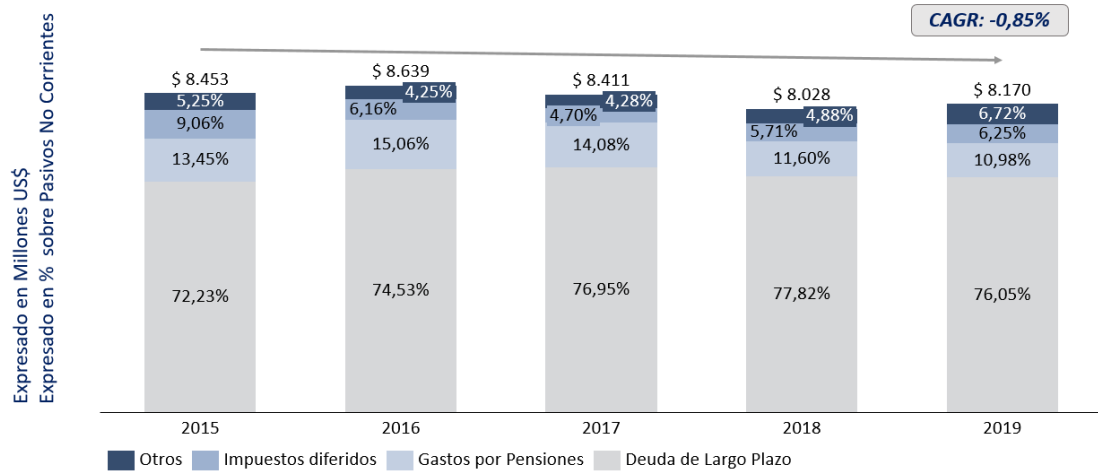
Evolución de los Pasivos Corrientes de Kimberly-Clark (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Gráfico 41.

Evolución de los Pasivos No Corrientes de Kimberly-Clark (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Por último, en el Gráfico 42., puede observarse cómo las deudas de largo plazo y corto plazo aumentaron en el período 2015-2019.

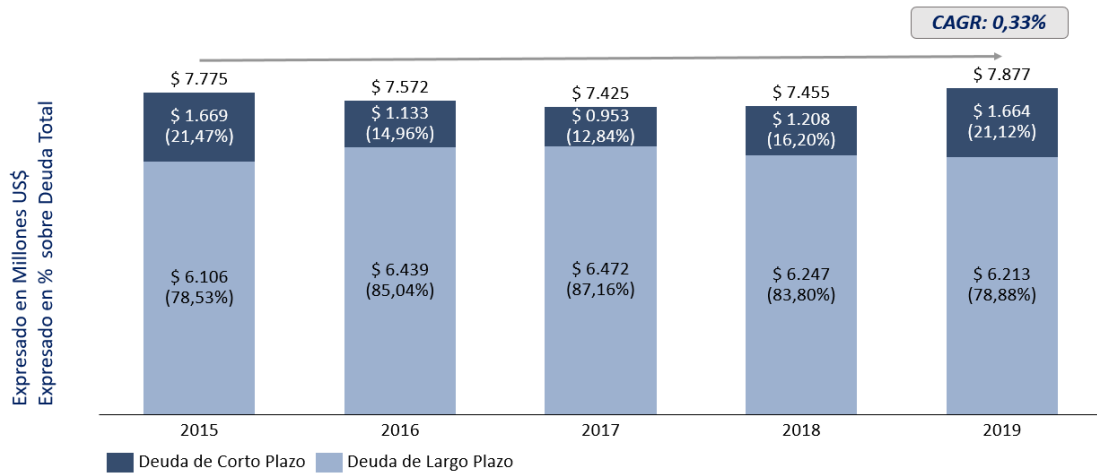
Si se analiza la deuda de Largo Plazo, que representa aproximadamente un 76,05% del Pasivo no Corriente, y casi un 78,88% del total de las deudas (Deudas Corto Plazo + Deudas Largo Plazo), se observa cómo creció un 1,75% en términos absolutos entre 2015 y 2019. Este crecimiento se vio impulsado, por la política de Kimberly-Clark de pagar dividendos consistentemente, presentando, estos últimos, un crecimiento constante durante los 45 años²².

Como puede apreciarse en la Tabla 42., esta deuda financiera de Largo Plazo se compone en numerosas notas, obligaciones, bonos y préstamos bancarios, con diferentes plazos de madurez y cupones de interés, que aún no llegaron a su maduración.

²² Es debido a esta política que el Patrimonio Neto (o Equity) se ve muy afectado, con mucha variación entre años, y hasta años negativos, como 2018 con US\$ -46.000 millones.

Gráfico 42.

Evolución de la Deuda de Largo y Corto Plazo de Kimberly-Clark (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2015-2019

Tabla 42.

Composición de la Deuda Financiera de Largo Plazo de Kimberly-Clark (2019)

Deuda Financiera de Largo Plazo de Kimberly-Clark		
Nombre	US\$	Tasa Efectiva Promedio Ponderada
Notas y Obligaciones	\$ 6.750	3,50%
Bonos Desarrollo Industrial	\$ 173	1,30%
Prestamos Bancarios y Otras Financiaciones en Otras Monedas	\$ 50	6,80%
Total de la Deuda de Largo Plazo	\$ 6.973	
Deuda Financiera Corriente	\$ 760	
Deuda Financiera de Largo Plazo	\$ 6.213	

Fuente: Elaboración propia en base a Kimberly-Clark, Reporte Anual 2019

Anexo: Valuación Kimberly-Clark Escenario Base

Apéndice A | **Valuación por Flujo de Fondos Descontados de Kimberly-Clark Corp. – Escenario Base**

Kimberly-Clark Corp.	2015	2016	2017	2018	2019	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e	Valor Terminal
Ventas Totales	\$ 18.682	\$ 18.287	\$ 18.348	\$ 18.486	\$ 18.450	\$ 18.801	\$ 18.956	\$ 19.371	\$ 19.801	\$ 20.167	
-Costos de Mercadería Vendida (COGS)	\$ 12.015	\$ 11.596	\$ 11.761	\$ 12.889	\$ 12.415	\$ 12.365	\$ 12.467	\$ 12.740	\$ 13.023	\$ 13.263	
Resultado Bruto (Gross Profit)	\$ 6.667	\$ 6.691	\$ 6.587	\$ 5.597	\$ 6.035	\$ 6.436	\$ 6.489	\$ 6.631	\$ 6.778	\$ 6.904	
% Margen Bruto	35,69%	36,59%	35,90%	30,28%	32,71%	34,23%	34,23%	34,23%	34,23%	34,23%	
-Costos Fijos (Gastos Generales, administrativos y de ventas)	\$ 3.629	\$ 3.308	\$ 3.229	\$ 3.368	\$ 3.044	\$ 3.008	\$ 3.017	\$ 3.093	\$ 3.162	\$ 3.217	
Resultado Operativo (EBIT)	\$ 3.038	\$ 3.383	\$ 3.358	\$ 2.229	\$ 2.991	\$ 3.428	\$ 3.472	\$ 3.538	\$ 3.617	\$ 3.686	
% Margen Operativo	16,26%	18,50%	18,30%	12,06%	16,21%	18,24%	18,32%	18,26%	18,26%	18,28%	
-Impuestos a las Ganancias	\$ 418	\$ 922	\$ 776	\$ 471	\$ 576	\$ 708	\$ 717	\$ 731	\$ 747	\$ 761	
+Depreciación & Amortización	\$ 746	\$ 705	\$ 724	\$ 882	\$ 917	\$ 863	\$ 879	\$ 894	\$ 910	\$ 926	
-CAPEX	\$ 1.056	\$ 771	\$ 785	\$ 877	\$ 1.209	\$ 957	\$ 965	\$ 986	\$ 1.008	\$ 1.026	
-Δ Capital de Trabajo	-\$ 256	\$ 192	\$ 84	-\$ 848	-\$ 367	-\$ 35	\$ 8	\$ 21	\$ 22	\$ 19	
Flujo de Fondos	\$ 2.566	\$ 2.203	\$ 2.437	\$ 2.611	\$ 2.490	\$ 2.662	\$ 2.661	\$ 2.694	\$ 2.750	\$ 2.806	\$ 76.901
Tasa de Crecimiento Perpetua											2,00%
Tasa de Descuento WACC (USD Nominal)						5,72%	5,72%	5,72%	5,72%	5,72%	5,72%
Periodo de descuento (Años)						1	2	3	4	5	5
Valor Presente de los Flujos de Fondos de Kimberly-Clark Corp. (31 Diciembre 2019)						\$ 2.518	\$ 2.381	\$ 2.280	\$ 2.201	\$ 2.125	\$ 58.224
Valor a la Firma de Kimberly-Clark Corp. (31 Diciembre 2019)											\$ 69.729
-Valor de la Deuda Financiera (31 Diciembre 2019)											\$ 7.877
+Caja y Equivalentes (31 Diciembre 2019)											\$ 442
Valor del Capital Accionario de Kimberly-Clark Corp. (31 Diciembre 2019)											\$ 62.294
Cantidad de Acciones (31 Diciembre 2019)											340.547.119
Precio Por Acción (31 Diciembre 2019)											\$ 182,92

Expresado en Millones US\$

Fuente: Elaboración propia

Anexo: Valuación Kimberly-Clark Escenario Optimista

Apéndice B | **Valuación por Flujo de Fondos Descontados de Kimberly-Clark Corp. – Escenario Optimista**

Kimberly-Clark Corp.	2015	2016	2017	2018	2019	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e	Valor Terminal
Ventas Totales	\$ 18.682	\$ 18.287	\$ 18.348	\$ 18.486	\$ 18.450	\$ 19.219	\$ 19.802	\$ 20.696	\$ 21.633	\$ 22.528	
-Costos de Mercadería Vendida (COGS)	\$ 12.015	\$ 11.596	\$ 11.761	\$ 12.889	\$ 12.415	\$ 12.450	\$ 12.827	\$ 13.406	\$ 14.013	\$ 14.593	
Resultado Bruto (Gross Profit)	\$ 6.667	\$ 6.691	\$ 6.587	\$ 5.597	\$ 6.035	\$ 6.769	\$ 6.974	\$ 7.289	\$ 7.619	\$ 7.935	
% Margen Bruto	35,69%	36,59%	35,90%	30,28%	32,71%	35,22%	35,22%	35,22%	35,22%	35,22%	
-Costos Fijos (Gastos Generales, administrativos y de ventas)	\$ 3.629	\$ 3.308	\$ 3.229	\$ 3.368	\$ 3.044	\$ 2.994	\$ 3.085	\$ 3.252	\$ 3.417	\$ 3.573	
Resultado Operativo (EBIT)	\$ 3.038	\$ 3.383	\$ 3.358	\$ 2.229	\$ 2.991	\$ 3.775	\$ 3.889	\$ 4.037	\$ 4.203	\$ 4.362	
% Margen Operativo	16,26%	18,50%	18,30%	12,06%	16,21%	19,64%	19,64%	19,51%	19,43%	19,36%	
-Impuestos a las Ganancias	\$ 418	\$ 922	\$ 776	\$ 471	\$ 576	\$ 780	\$ 803	\$ 834	\$ 868	\$ 901	
+Depreciación & Amortización	\$ 746	\$ 705	\$ 724	\$ 882	\$ 917	\$ 883	\$ 918	\$ 956	\$ 994	\$ 1.035	
-CAPEX	\$ 1.056	\$ 771	\$ 785	\$ 877	\$ 1.209	\$ 978	\$ 1.008	\$ 1.053	\$ 1.101	\$ 1.146	
-Δ Capital de Trabajo	\$ 256	\$ 192	\$ 84	\$ 848	\$ 367	\$ 6	\$ 30	\$ 47	\$ 49	\$ 47	
Flujo de Fondos	\$ 2.566	\$ 2.203	\$ 2.437	\$ 2.611	\$ 2.490	\$ 2.894	\$ 2.966	\$ 3.059	\$ 3.179	\$ 3.302	\$ 90.501
Tasa de Crecimiento Perpetua											2,00%
Tasa de Descuento WACC (USD Nominal)						5,72%	5,72%	5,72%	5,72%	5,72%	5,72%
Periodo de descuento (Años)						1	2	3	4	5	5
Valor Presente de los Flujos de Fondos de Kimberly-Clark Corp. (31 Diciembre 2019)						\$ 2.737	\$ 2.654	\$ 2.589	\$ 2.545	\$ 2.500	\$ 68.521
Valor a la Firma de Kimberly-Clark Corp. (31 Diciembre 2019)											\$ 81.547
-Valor de la Deuda Financiera (31 Diciembre 2019)											\$ 7.877
+Caja y Equivalentes (31 Diciembre 2019)											\$ 442
Valor del Capital Accionario de Kimberly-Clark Corp. (31 Diciembre 2019)											\$ 74.112
Cantidad de Acciones (31 Diciembre 2019)											340.547.119
Precio Por Acción (31 Diciembre 2019)											\$ 217,63

Expresado en Millones US\$

Fuente: Elaboración propia

Anexo: Valuación Kimberly-Clark Escenario Pesimista

Apéndice C | **Valuación por Flujo de Fondos Descontados de Kimberly-Clark Corp. – Escenario Pesimista**

Kimberly-Clark Corp.	2015	2016	2017	2018	2019	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	2024 e	Valor Terminal
Ventas Totales	\$ 18.682	\$ 18.287	\$ 18.348	\$ 18.486	\$ 18.450	\$ 18.473	\$ 18.292	\$ 18.340	\$ 18.382	\$ 18.342	
-Costos de Mercadería Vendida (COGS)	\$ 12.015	\$ 11.596	\$ 11.761	\$ 12.889	\$ 12.415	\$ 12.431	\$ 12.309	\$ 12.341	\$ 12.369	\$ 12.342	
Resultado Bruto (Gross Profit)	\$ 6.667	\$ 6.691	\$ 6.587	\$ 5.597	\$ 6.035	\$ 6.043	\$ 5.983	\$ 5.999	\$ 6.013	\$ 6.000	
% Margen Bruto	35,69%	36,59%	35,90%	30,28%	32,71%	32,71%	32,71%	32,71%	32,71%	32,71%	
-Costos Fijos (Gastos Generales, administrativos y de ventas)	\$ 3.629	\$ 3.308	\$ 3.229	\$ 3.368	\$ 3.044	\$ 3.042	\$ 2.993	\$ 3.004	\$ 3.003	\$ 2.987	
Resultado Operativo (EBIT)	\$ 3.038	\$ 3.383	\$ 3.358	\$ 2.229	\$ 2.991	\$ 3.000	\$ 2.991	\$ 2.995	\$ 3.009	\$ 3.013	
% Margen Operativo	16,26%	18,50%	18,30%	12,06%	16,21%	16,24%	16,35%	16,33%	16,37%	16,43%	
-Impuestos a las Ganancias	\$ 418	\$ 922	\$ 776	\$ 471	\$ 576	\$ 620	\$ 618	\$ 619	\$ 621	\$ 622	
+Depreciación & Amortización	\$ 746	\$ 705	\$ 724	\$ 882	\$ 917	\$ 847	\$ 845	\$ 844	\$ 842	\$ 841	
-CAPEX	\$ 1.056	\$ 771	\$ 785	\$ 877	\$ 1.209	\$ 940	\$ 931	\$ 933	\$ 935	\$ 933	
-Δ Capital de Trabajo	\$ 256	\$ 192	\$ 84	-\$ 848	-\$ 367	-\$ 81	-\$ 9	\$ 2	\$ 2	-\$ 2	
Flujo de Fondos	\$ 2.566	\$ 2.203	\$ 2.437	\$ 2.611	\$ 2.490	\$ 2.368	\$ 2.297	\$ 2.285	\$ 2.293	\$ 2.300	\$ 63.037
Tasa de Crecimiento Perpetua											2,00%
Tasa de Descuento WACC (USD Nominal)						5,72%	5,72%	5,72%	5,72%	5,72%	5,72%
Periodo de descuento (Años)						1	2	3	4	5	5
Valor Presente de los Flujos de Fondos de Kimberly-Clark Corp. (31 Diciembre 2019)						\$ 2.240	\$ 2.055	\$ 1.934	\$ 1.835	\$ 1.742	\$ 47.727
Valor a la Firma de Kimberly-Clark Corp. (31 Diciembre 2019)											\$ 57.533
-Valor de la Deuda Financiera (31 Diciembre 2019)											\$ 7.877
+Caja y Equivalentes (31 Diciembre 2019)											\$ 442
Valor del Capital Accionario de Kimberly-Clark Corp. (31 Diciembre 2019)											\$ 50.098
Cantidad de Acciones (31 Diciembre 2019)											340.547.119
Precio Por Acción (31 Diciembre 2019)											\$ 147,11

Expresado en Millones US\$

Fuente: Elaboración propia

Bibliografía

Académica

1. Brealey | Myers | Allen - Principles of Corporate Finance –12th Edition – McGraw Hill Education
2. Damodaran, Aswath - Corporate Finance: Theory and Practice. 2001.
3. Damodaran, Aswath - Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. Hoboken (NJ): John Wiley & Sons, Inc., 2006.
4. Heinrich, Thomas & Batchelor, Bob -Kotex, Kleenex, Huggies: Kimberly-Clark and the Consumer Revolution in American Business. 2004



Universidad de
San Andrés

Reportes y Artículos

1. Reporte Anual: The Coca-Cola Company, 2019.
2. Reporte Anual: Essity, 2019.
3. Reporte Anual: Essity, 2018.
4. Reporte Anual: Essity, 2017.
5. Reporte Anual: Essity, 2016.
6. Reporte Anual: Essity, 2015.
7. Reporte Anual: Essity, 2014.
8. Reporte Anual: Kimberly-Clark Corp., 2019
9. Reporte Anual: Kimberly-Clark Corp., 2018.
10. Reporte Anual: Kimberly-Clark Corp., 2017.
11. Reporte Anual: Kimberly-Clark Corp., 2016.
12. Reporte Anual: Kimberly-Clark Corp., 2015.
13. Reporte Anual: Kimberly-Clark Corp., 2014.
14. Reporte Anual: PepsiCo Co., 2019.
15. Reporte Anual: Procter & Gamble, 2019.
16. Reporte Anual: Procter & Gamble, 2018.
17. Reporte Anual: Procter & Gamble, 2017.
18. Reporte Anual: Procter & Gamble, 2016.
19. Reporte Anual: Procter & Gamble, 2015.
20. Reporte Anual: Procter & Gamble, 2014.
21. Reporte Anual: Unilever, 2019.
22. Reporte Anual: Unilever, 2018.
23. Reporte Anual: Unilever, 2017.
24. Reporte Anual: Unilever, 2016.
25. Reporte Anual: Unilever, 2015.
26. Reporte Anual: Unilever, 2014.



27. Statista Consumer Market Outlook – Segment Report. Tissue and Hygiene Report 2019 – Baby Diapers.

28. Statista Consumer Market Outlook – Segment Report. Tissue and Hygiene Report 2019 – Feminine Hygiene.

29. Statista Consumer Market Outlook – Segment Report. Tissue and Hygiene Report 2019 – Incontinence.

30. Statista Consumer Market Outlook – Segment Report. Tissue and Hygiene Report 2019 – Household Paper.

31. Statista Consumer Market Outlook – Segment Report. Tissue and Hygiene Report 2019 – Paper Tissues.

32. Statista Consumer Market Outlook – Segment Report. Tissue and Hygiene Report 2019 – Toilet Paper.

33. Universidad del CEMA - Modelos de Valuación de Empresas: <https://ucema.edu.ar/~gl24/Slides/Mtodosdevaluacindeempresas.pdf>



Sitios Web

1. IMF: <https://www.imf.org>
2. Investopedia: <https://www.investopedia.com>
3. Kimberly-Clark: <https://www.kimberly-clark.com>
4. MarketsInsider: <https://markets.businessinsider.com>
5. Money CNN: <https://money.cnn.com>
6. Morningstar: <https://www.morningstar.com>
7. MSCI: <https://www.msci.com/gics>
8. NASDAQ: <https://www.nasdaq.com>
9. Stock Analysis: <https://www.stock-analysis-on.net>
10. Treasury Estados Unidos: <https://www.treasury.gov>
11. Yahoo! Finance: <https://finance.yahoo.com>



Glosario

- 1. Apalancamiento (Deuda Financiera / Activos):** Este ratio de apalancamiento financiero, también conocido como índice de deuda, indica el porcentaje de activos que se financian con deuda, cuanto mayor el índice, mayor será el grado de apalancamiento y de posible riesgo financiero.
- 2. CAGR:** Siglas en inglés, que, traducidas al español, significan Tasa de crecimiento/decrecimiento anual compuesta.
- 3. CAPEX (Capital Expenditure):** Siglas en inglés que significan, gastos de capital o la inversión en activos o inversiones de capital.
- 4. CEO (Chief Executive Officer):** Siglas en inglés que, en español, significan Director ejecutivo. Es el máximo responsable de la gestión y dirección administrativa de la empresa.
- 5. Ciclo de Conversión de Caja:** Este indicador se refiere al plazo que pasa desde que se paga la compra de materia prima esencial para la producción, hasta que se cobra la venta de dicho producto. Es un cálculo en base a tres indicadores. Se calcula de la siguiente forma: *Días de inventario + Días en la Calle – Días de cuentas a pagar*.
- 6. Cobertura Intereses (EBIT / Intereses Financieros):** Este ratio busca evaluar si la empresa cuenta con los recursos líquidos suficientes para afrontar el pago tanto de intereses como de amortización de la deuda.
- 7. CoD (Cost of Debt):** Siglas en inglés que significan, Costo de la Deuda, en español.
- 8. CoE (Cost Of Equity):** Siglas en inglés que significan, Costo de Capital propio, en español.
- 9. Corporation:** Palabra en inglés que significa, Corporación o empresa en español.
- 10. Costos Fijos % (Costos Fijos / Ventas):** Ratio también conocido como Apalancamiento operativo, es decir, la magnitud relativa de los costos fijos sobre las ventas.
- 11. D/(D+E):** Ratio de deuda sobre el valor de la firma (Deuda + Equity).
- 12. D/E:** Ratio de deuda sobre el valor del equity.
- 13. Debt:** Palabra en inglés que significa, Deuda en español.
- 14. Deuda / EBITDA:** Es un ratio de solvencia o de endeudamiento, que permite analizar qué nivel de deuda tiene la compañía respecto a los resultados operativos antes de las deducciones de impuestos, intereses, amortizaciones y depreciaciones. Si bien no existe un número recomendado universal para medir este ratio (depende mucho de la empresa y del rubro en donde opera), se puede decir que un ratio menor a 4 puede ser considerado saludable y que la empresa debería ser sostenible en próximos ejercicios.

15. Días de Cuentas a Pagar (365 / Índice Rotación cuentas por pagar): Es el indicador que mide en promedio los días que se tarda en realizar los pagos a los proveedores.

16. Días de Inventario (365 / Índice Rotación inventarios): Equivale a los días que un artículo de venta permanece en inventario.

17. Días en la calle (365 / Índice Rotación cuentas por cobrar): Es el indicador que mide en promedio al tiempo que transcurre entre el momento que se otorga un crédito a un cliente y el momento en que se efectiviza el cobro de ese crédito.

18. EBIT (Earnings Before Interest and Taxes): Siglas en inglés que significan, Ganancias antes de intereses e impuestos, en español. También conocido como Márgenes Operativos.

19. EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization): Siglas en inglés que significan, Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Es un índice financiero que muestra el beneficio bruto de una empresa antes de deducir los gastos financieros.

20. E-Commerce: Palabra en inglés que significa, Comercio electrónico o internet, en español.

21. Endeudamiento Financiero (Deuda Financiera / Patrimonio Neto): Es el ratio que mide la proporción de la deuda que soporta una empresa frente a sus recursos propios, es decir, especifica en que grado la empresa es financieramente dependiente de entidades externas (bancos, accionistas, otras empresas, etc.).

22. EV (Enterprise Value): Siglas en inglés que significan, Valor de la empresa, en español. Es una medida del valor total de una empresa, a menudo utilizada como una alternativa más integral a la capitalización bursátil. El valor de la empresa incluye en su cálculo, la capitalización de mercado de una empresa, pero también la deuda a corto y largo plazo, así como cualquier efectivo en el balance de ésta.

23. FIFO (First In – First Out): Siglas en inglés que significan, Primero que entra - Primero en salir, en español. Es un término muy utilizado en el control de inventarios.

24. FORCE (Force to reduce Cost Everywhere): Siglas en inglés que significan, Fuerza para reducir costos en todos lados, en español. Es un plan integral de reducción de costos por Kimberly-Clark, implementado en 2014.

25. GICS (Global Industry Classification Standard): Siglas en inglés que significan, Estándar de clasificación industrial global, en español.

26. GRP (Global Restructuring Program): Siglas en inglés que significan, Plan de Reestructuración Global, en español. Es el último programa implementado por Kimberly-Clark, en enero 2018, para la reducción de costos.

27. Health Care: Palabras en inglés que significan, Cuidado de la Salud, en español. Segmento de negocio de cuidado de la salud, donde operaba Kimberly-Clark hasta que hizo el Spin-Off de ese segmento del negocio.

- 28. KMB:** Siglas / Ticker / Nombre con el que Kimberly-Clark Corp. opera en la bolsa.
- 29. LIFO (Last In – First Out):** Siglas en inglés que significan, Último en entrar - Primero en salir, en español. Es un término muy utilizado en el control de inventarios.
- 30. Liquidez Total (Activos Corrientes / Pasivos Corrientes):** Este ratio busca analizar la capacidad de una empresa para hacer frente al pago de sus deudas que vencen en corto plazo (a pagar en menos de un año).
- 31. Little Swimmers:** Palabras en inglés que significan, nadadores pequeños, en español. Pañales diseñados para mantener su forma en el agua, y que los niños puedan bañarse en ella sin preocupación.
- 32. Market Share:** Palabras en inglés que significan, participación del mercado de la compañía, en español.
- 33. MSCI (Morgan Stanley Capital Investment):** Siglas en inglés que significan, Capital de Inversión Morgan Stanley, en español.
- 34. NYSE (New York Stock Exchange):** Siglas en inglés que significan, Bolsa de valores de New York, en español.
- 35. P/E (Price-to-Earnings):** Es un ratio que sirve para valorar una empresa. Este ratio es la relación entre el precio actual de sus acciones con sus ganancias por acción (EPS por sus siglas en inglés). La relación P/E también se conoce a veces como el múltiplo de precio o el múltiplo de ganancias. Los inversores y analistas utilizan las relaciones P/E para determinar el valor relativo de las acciones de una empresa.
- 36. Pull-Ups:** Palabras en inglés que significan, empujar para arriba, en español. Estilo de pañal con un formato de pantalón (sin abrojo), que se ponen como rompa interior.
- 37. Retail:** Palabra en inglés que significa, venta al por menor. Usado normalmente para referirse a la venta al consumidor. Este caso aplica para los supermercados, por ejemplo.
- 38. ROA (Return on Assets):** Siglas en inglés que significan, Retorno sobre Activos. Es un Ratio que relaciona el beneficio obtenido por una empresa con los activos que posee, en un periodo de tiempo determinado, se calcula como $EBIT / \text{Activos}$, a fin de excluir adquisiciones y desconsolidaciones, como así también otras ganancias/perdidas extraordinarias.
- 39. ROE (Return on Equity):** Siglas en inglés que significan, Retorno sobre el Capital, en español. Es una medida del desempeño financiero calculado al dividir el ingreso neto entre el patrimonio neto. Debido a que el patrimonio neto es igual a los activos de una empresa menos su deuda, el ROE se considera el rendimiento de los activos netos. El ROE se considera una medida de la eficacia de cómo la empresa utiliza sus activos para generar ganancias.
- 40. Rotación de Activos (Ventas / Activos):** Este ratio busca indicar la eficiencia de una empresa a la hora de gestionar sus activos para producir nuevas ventas, mientras más alto el valor del ratio, la empresa tendrá una productividad mayor.

41. S&P 500: Índice Standard & Poor's, que se basa en la capitalización bursátil de 500 grandes empresas, las cuales poseen acciones que cotizan en las bolsas de NYSE o NASDAQ. El índice captura, aproximadamente, el 80% de toda la capitalización de mercado de Estados Unidos.

42. Spin Off: Palabra en inglés que significa, escindir, en español. Existen distintos métodos a través de los cuales una compañía puede desinvertir (vender) algunos de sus activos. En este caso, un Spin-Off se refiere a cuando una compañía matriz (controlante) distribuye con los accionistas, acciones de la compañía subsidiaria que está siendo separada de forma prorata. Los Accionistas preexistentes reciben acciones de las dos (o más) compañías conformadas luego del Spin-Off, en reemplazo de las acciones de la compañía original que se dividió. Cada una de las nuevas compañías son una entidad diferente de la original, y poseen su propia administración.

43. Tax: Palabra en inglés que significa, impuestos, en español.

44. Ticker: Palabra en inglés, que se utiliza para identificar los nombres de cada una de las acciones del mercado de valores. Es un código alfanumérico específico y único que se les ponen a los activos financieros, que sirve para reconocerlo en un mercado concreto. Se supone que se le llama así por el ruido que hacían las máquinas de escribir al teclear las letras.

45. US\$: Signo monetario que representa dólares estadounidenses.

46. YTM (Yield To Maturity): Siglas en inglés que significan, Tasa hasta su madurez, en español.

47. WACC (Weighted Average Cost of Capital): Siglas en inglés que significan, Costo promedio ponderado de capital, en español.