



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Magíster en Finanzas

Valuación del Capital Accionario de Whirlpool Corporation

Autor: Maria Agustina Bourel

DNI: 36.153.605

Director de Trabajo Final de Graduación: Fabian Bello

Buenos Aires, 29/12/2021



Universidad de
San Andrés



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magíster en Finanzas

Universidad de

*Valuación del Capital Accionario de Whirlpool
Corporation*

Autor: Maria Agustina Bourel

DNI: 36.153.605

Director de Trabajo Final de Graduación: Fabian Bello

Buenos Aires, 29/12/2021

RESUMEN EJECUTIVO:

El objetivo del presente informe es valorar el capital accionario de la compañía Whirlpool Corporation al 31/12/2020. Una compañía líder a nivel mundial en el segmento electrodomésticos de cocina y lavandería, fundada en 1911 en Estados Unidos.

Se comenzará por estudiar la empresa y su modelo de negocios, intentando entender como viene desarrollándose y hacia donde apunta. Repasando brevemente la historia de la empresa, se describirá la estrategia adoptada por la misma y se analizará la industria y la competencia.

Luego se procederá a analizar la situación financiera en base a la evolución de distintos indicadores de rentabilidad, de actividad y crediticios. Previo a la valuación de la compañía, es necesario entender el contexto global y las decisiones tomadas por los directivos para realizar proyecciones lo más precisas posibles.

En primer lugar, se estimó el valor del capital accionario utilizando el método de flujo de fondos descontados. Para esto fue necesario proyectar tanto las ventas como los márgenes operativos, las depreciaciones y amortizaciones, las inversiones y el capital de trabajo. Una vez construido el modelo, se calcularon los flujos de fondos libres de la firma y se lo descontaron con una tasa de descuento para llegar a un valor justo de la empresa.

Como resultado se obtuvo el valor del capital de Whirlpool Corporation de USD 17.485 millones y un precio de la acción de USD 239,88. Luego, se procedió a realizar un análisis de sensibilidad donde se plantearon dos escenarios adicionales, un escenario pesimista, donde se proyectaron resultados por debajo de lo esperado; un escenario optimista, donde la empresa se desempeña mejor a lo esperado, dando como resultado un rango de valor del capital de USD 12.173 millones a USD 21.614 millones y un rango del valor de la acción de USD 155,15 a USD 305,72.

En segundo lugar, se utilizaron multiplos para evaluar la compañía. Para esto se realizó un estudio de mercado con el objetivo de identificar las empresas que más se asemejen a Whirlpool y se utilizó el múltiplo de EV/EBIT para reflejar de la forma más precisa posible la valoración de la empresa. Bajo este método, se llegó a un rango de valor del capital accionario de USD 4.631 a USD 18.696 y un rango del valor de la acción de USD 73,86 a USD 298,18.

Al tener cuenta el precio de mercado de la acción de Whirlpool al 31/12/2020 (USD 180,49) se podría concluir que los precios de mercado parecen reflejar expectativas de crecimiento menores a las estimadas en el presente informe.

Contenido

1.	GLOSARIO	4
2.	DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO.....	6
2.1	INTRODUCCIÓN	6
2.2	HISTORIA	7
2.3	GOBIERNO	9
2.4	ESTRUCTURA	9
2.5.	MODELO DE NEGOCIO	10
2.5.1	Ventas.....	12
2.5.2	Ventas por region.....	15
2.5.3	Estrategia.....	21
2.5.4	Producción y Costos	24
2.5.5	Capital de Trabajo	27
2.5.6	Marcas y Patentes	27
2.5.7	Estacionalidad	27
2.5.8	Propiedades.....	27
3.	ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA	28
3.1	IMPULSORES DE LA DEMANDA.....	28
3.2	FORMACIÓN DE COSTOS.....	34
3.3	POSICIONAMIENTO DE MERCADO	36
3.4	EXPOSICIÓN AL CICLO ECONÓMICO	37
4.	ANÁLISIS COMPETITIVO	38
5.	IMPACTO Y POSIBLES IMPACTOS FUTUROS DEL COVID-19	40
6.	ANÁLISIS FINANCIERO	41
6.1	Rentabilidad	41
6.2	Actividad.....	49
6.3	Liquidez	53
6.4	Endeudamiento.....	55
7.	PRINCIPALES COMPARABLES	59
8.	VALUACIÓN	61
7.1	VALUACIÓN POR FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS.....	61
7.1.1	Tasa de descuento.....	62
7.1.2	Costo del capital accionario (Ke).....	62
7.1.3	Costo de la deuda (Kd)	64
7.1.4	Valor terminal.....	64

7.1.5	Proyección de flujo de fondos disponibles.....	65
7.1.6	Resultado de la Valuación por Flujos Descontados.....	70
7.2	VALUACIÓN POR MULTIPLOS.....	70
9.	ANEXOS:	73
8.1	ESCENARIO BASE	73
8.2	ESCENARIO OPTIMISTA	74
8.3	ESCENARIO PESIMISTA:.....	75
10.	BIBLIOGRAFÍA.....	76



Universidad de
San Andrés

1. GLOSARIO

- CAGR: es la sigla original en inglés para “Compound Annual Growth Rate”, en español significa Tasa Anual Compuesta de Crecimiento.
- CAPEX: Del inglés “Capital Expenditure”, en español “Inversiones en bienes de capital”
- -CMV: “Costo de Mercaderías Vendidas”. Son todos los costos directos relacionados a los productos vendidos.
- -EBIT: sigla en inglés para “Earnings Before Interest and Taxes”. En español, Beneficios Antes de Intereses e Impuestos.
- -EBITDA: sigla en inglés para “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization”. En español, Beneficios Antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización.
- FCFF: sigla en inglés para “Free Cash Flow to the Firm”. En español, Flujo de Fondos disponible para la Firma.
- ROA: sigla en inglés para “Return On Assets”, en español “Rentabilidad de los Activos”. Es un indicador que mide la eficiencia de los activos totales de una compañía independientemente de las fuentes de financiación utilizadas. Se calcula dividiendo el EBIT sobre el Activo.
- ROE: sigla en inglés para “Return On Equity”, en español “Rentabilidad del Capital”. Es un indicador que mide el rendimiento que obtienen los accionistas de los fondos invertidos en la sociedad. Se calcula dividiendo la Ganancia Neta sobre el Capital.
- USD: dólares estadounidenses.
- WACC: sigla en inglés para “Weighted Average Cost of Capital”. En español, “Costo Promedio Ponderado de Capital”.
- COVID-19: Declarada pandemia global por la Organización de Salud Mundial en marzo del 2020. El virus impacto negativamente en todas las economías globales.
- WK: (En inglés: “Working Capital”): Capital de Trabajo.
- Goodwill: En la economía de la empresa y en contabilidad, el fondo de comercio (o en inglés, goodwill) es el valor actual de los superbeneficios que produce una empresa. Corresponde al valor inmaterial de esta derivado de factores como la clientela, la eficiencia, la organización, el crédito, el prestigio, la experiencia, etc.
- Lease Back: (En español: “Venta y Arrendamiento”), Consiste en el arrendamiento de bienes directamente por la empresa productora de los mismos. Se caracteriza porque el arrendatario puede revocar en cualquier momento el arriendo, previo aviso al arrendador, quien soporta los riesgos técnicos de la operación.

- NAHB: National Association of Home Builders, en español: Asociación Nacional de Constructores de Viviendas.
- Home Improvement Research Institute: en español, Instituto de Investigación de Mejoras para el hogar.
- American Insitute of Architects: en español, Instituto Americano de Arquitectos.



Universidad de
San Andrés

2. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

2.1 INTRODUCCIÓN

Whirlpool Corporation es una compañía líder a nivel mundial en el segmento electrodomésticos de cocina y lavandería, fundada en 1911 en Estados Unidos, con una calificación crediticia de largo plazo de BBB. Se caracteriza por tener una gran diversificación geográfica con presencia en casi todos los países del mundo y fábricas en 13, amplio portafolio de marcas y sólido desempeño operativo a lo largo de los años.

La estrategia del management está basada en cuatro pilares estratégicos: líderes en escala mundial, mejor cartera de marcas, continua innovación y mejor posición de costos. Para esto, la firma realiza continuos planes para reducir los costos, expandir los márgenes, impulsar mejoras de productividad y calidad y acelerar la tasa de innovación.

En el 2020 tuvo aproximadamente ventas anuales por USD 19.000 MM, 78.000 empleados y 57 centros de manufactura y Research de tecnología. Su negocio se divide a través de cuatro segmentos operativos, que están definidos a través de 5 geografías: América del Norte, Medio Oriente, África (EMEA), América Latina y Asia.

Como se puede observar, se trata de una empresa madura, que ya tuvo su pico de crecimiento y que en los últimos 10 años creció a un CAGR del 0,58% (1,2% si no se tiene en cuenta el ejercicio 2020 dado que el mismo fue afectado por un evento extraordinario).

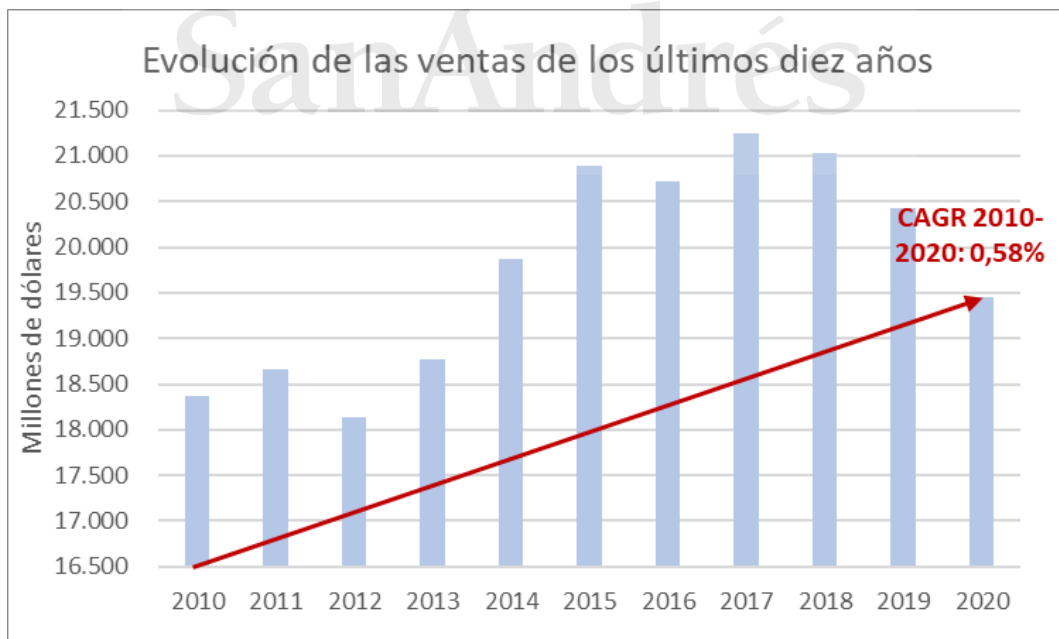


Gráfico Nº 1: Elaboración propia, fuente: sitio web de relación con los inversores de Whirlpool Corporation.

2.2 HISTORIA

La empresa nace en 1908 como una empresa familiar, en donde Lou Upton invirtió todos los ahorros en la fabricación de electrodomésticos. La empresa no se materializó y Lou Upton tuvo la oportunidad de elegir las patentes de un lavarropas que se podía llegar a electrificar como retorno de la inversión fallida.

En 1911 se llevaron estas ideas innovadoras a Michigan, Estados Unidos y se patentó un lavarropas escurridor accionado por un motor eléctrico, así, con fondos de Fred Upton y Lowell Bassford se comenzó a desarrollar la producción de lavarropas para Upton Machine Company.

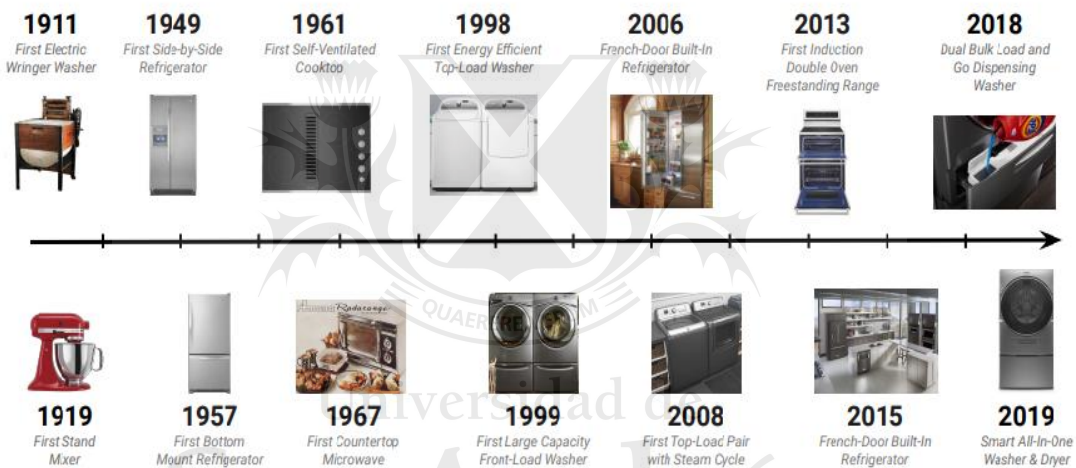


Imagen Nº 1- Evolución de los electrodomésticos de Whirlpool a lo largo de la historia, Fuente: Presentaciones anuales de la compañía.

En la segunda guerra mundial se detuvo la producción de lavarropas y se modificaron las fábricas para poder fabricar componentes para aeronaves y equipo militar.

Luego en 1945 se comenzó a producir lavarropas nuevamente proyectando que dentro de tres años la demanda iba a ser del doble que en 1941. Esto generó un crecimiento exponencial que los llevó de ser un pequeño fabricante de lavarropas y planchadoras a un gran fabricante de línea completa de los principales electrodomésticos. En 1949 se cambió el nombre de la empresa a Whirlpool Corporation.

Durante los años auge de posguerra, en la década del cincuenta, la compañía buscó nuevas formas de expandir su oferta de productos y en 1955 se fusionaron con Seeger Refrigeration

Company, que le proporcionó una línea de refrigeradores de calidad. Como parte de la fusión, también, se adquirió los negocios de aire acondicionado y estufas de RCA.

Asimismo, en el mismo año la compañía comenzó a listarse en el New York Stock Exchange.

En 1958 la firma dio su primer paso tentativo para operar en mercado extranjeros estableciendo una sociedad con Brasmotor S.A (matriz fabricante de electrométricos en Brasil).

Ya para principios de 1970 Whirlpool Corporation ofrecía electrodomésticos para lavar ropa, calentar y enfriar el hogar y el ciclo completo de conservación, preparación, consumo y limpieza de alimentos de cocina.

A partir de ahí el negocio empezó a tomar vuelo internacional expandiéndose a México, construyendo una planta a de fabricación en India y mediante la fabricación y comercialización de electrodomésticos en toda Europa. En 1986, le compraron a Dart y Kraft la división KitchenAid para continuar con el crecimiento y ampliar la oferta de productos.



Imagen Nº 2- Publicidad de lavadoras MAYTAG, Fuente: Sitio Web de relación con los inversores de Whirlpool.

En la década de 1990 el ritmo de expansión global se aceleró y ampliaron su presencia en Europa, América Latina, Asia y África (EMEA). En 2006 dieron un paso significativo con la adquisición de Maytag Corporation ofreciéndole a los consumidores del mercado global una mayor oferta, incrementando las ventas de USD 14.000 MM a USD 18.000 MM (+30%). De esta manera se convirtió en la mayor industria de electrodomésticos del mundo.

2.3 GOBIERNO

La firma cuenta con un directorio experimentado y una sólida estructura de gobierno corporativo. La junta se encuentra compuesta por 13 directores de diferentes industrias con habilidades y experiencias que se alinean con las prioridades estratégicas de Whirlpool Corporation, 12 de los 13 directores son no empleados (a excepción del CEO, Marc Bitzer).

Marc Bitzer se desempeña como presidente de la junta y Samuel Allen como director presidente. Cada uno de los 4 comités de la junta (Auditoría, Recursos Humanos, Gobierno Corporativo y Finanzas) se encuentra compuesto por directores independientes, el comité de gobierno corporativo dirige el proceso de autoevaluación anual de la junta.

2.4 ESTRUCTURA

Las acciones ordinarias de Whirlpool cotizan en la Bolsa de Valores de Nueva York y la Bolsa de Valores de Chicago bajo el símbolo de cotización WHR. Al 5 de febrero de 2021 la empresa cuenta con 8.409 inversores y el 90,83% de la totalidad de acciones están en posesión de inversores institucionales. La cantidad de tenedores institucionales asciende a 708 y el total de acciones en posesión a 56.883.460.

En el siguiente diagrama se puede observar cómo está compuesta la división de acciones entre los 5 inversores principales:

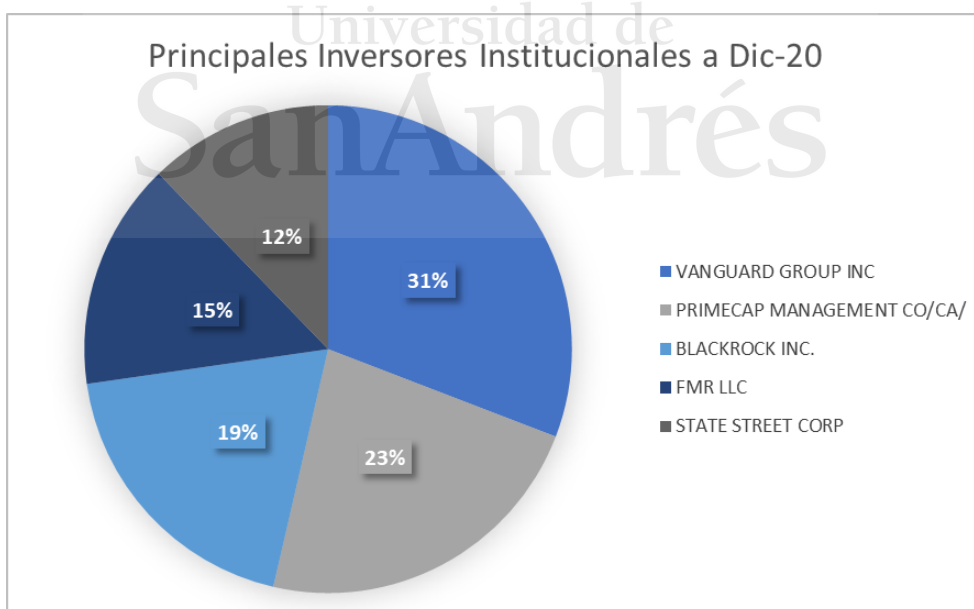


Gráfico Nº 2- Elaboración Propia, Fuente: Nasdaq.

En julio del 2017 la Junta Directiva de Whirlpool Corporation autorizó un programa de recompra de acciones de hasta USD 2.000 MM. Para el 31 de diciembre del 2020

recompraron 902.000 acciones y quedaban aproximadamente USD 531 MM en fondos restantes autorizados bajo este programa.

Las recompras de acciones se realizan en el mercado abierto, según lo requieren las condiciones. Este programa no obliga a la firma a recomprar las acciones y no tiene tampoco fecha de vencimiento.

2.5. MODELO DE NEGOCIO

La firma realiza la producción y venta de electrodomésticos de cocina y lavandería, dentro de las siguientes categorías: Refrigeradores (31%), Lavandería (29%), Electrodomésticos de cocina (25%) y Otros (15%).



Imagen N° 3 – Tipos de electrodomésticos comercializados por Whirlpool, Fuente: Presentaciones anuales de la compañía.

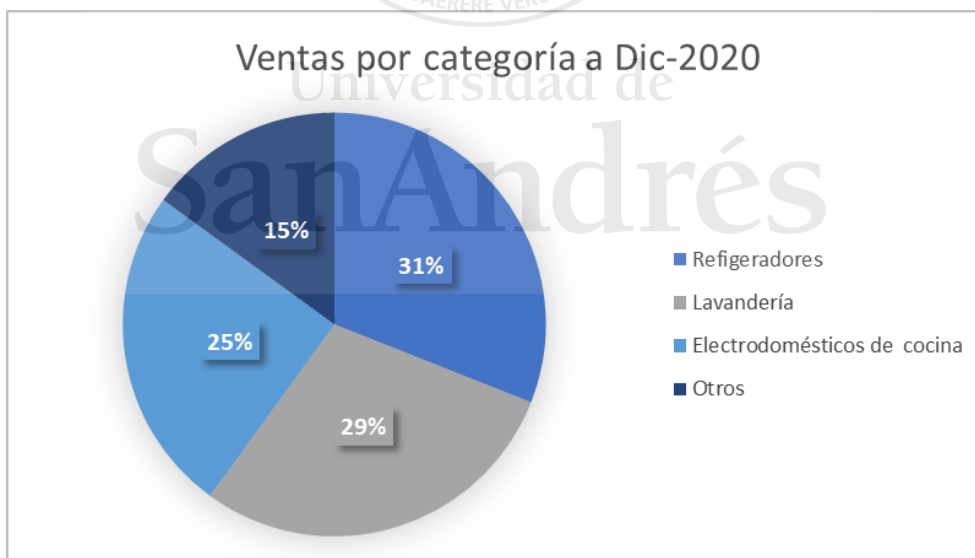


Gráfico N° 3 – Elaboración propia, fuente 2020 10k Whirlpool Corporation.

Asimismo, las ventas se dividen por cuatro principales regiones: América del Norte (58%); Europa, Medio Oriente y África (EMEA) (22%); América Latina (13%) y Asia (7%).

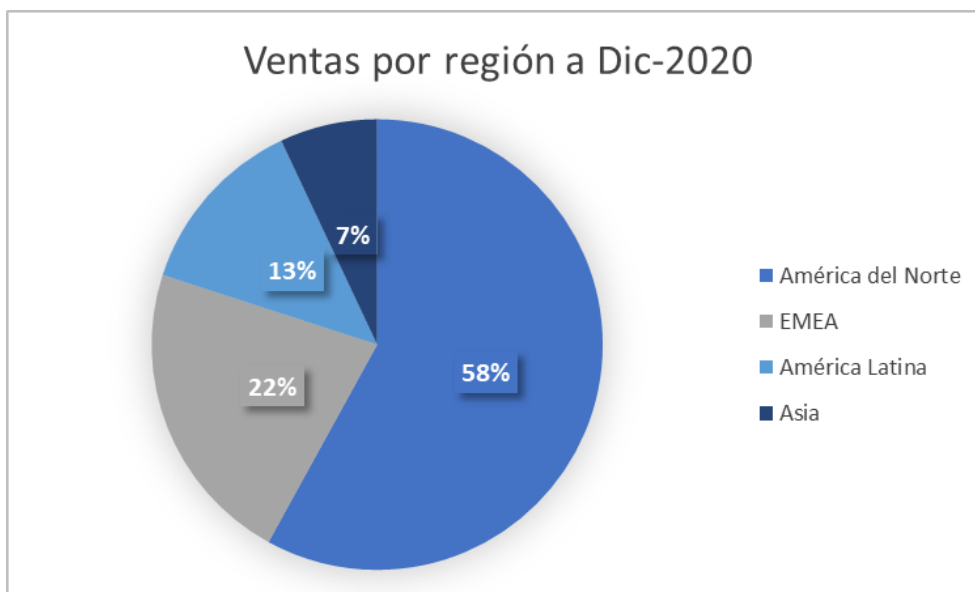


Gráfico Nº 4 – Elaboración propia, fuente 10k 2020 Whirlpool Corporation.

La región de América del Norte representa aproximadamente, más de la mitad de la totalidad de las ventas de la firma y el 90% del EBIT de Whirlpool Corporation, siendo los refrigeradores y los electrodomésticos de lavandería los más representativos. El mix de ventas se mantiene constante por región.

Dado que la firma fabrica bienes de consumo, las ventas de la misma se encuentran fuertemente atadas al crecimiento de dicha región.

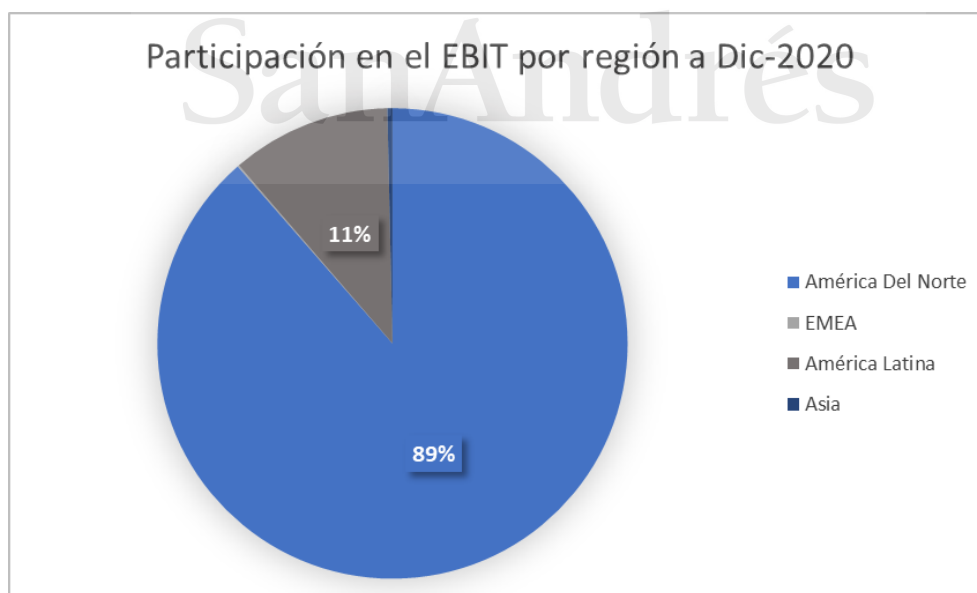


Gráfico Nº 5 – Elaboración propia, fuente 10k 2020 Whirlpool Corporation.

2.5.1 Ventas

Desde el 2015 las ventas en América del Norte vienen teniendo un incremento del 2%, mientras que las de EMEA disminuyen en la misma proporción, a excepción de los últimos dos años dado que la proporción de ventas de EMEA con respecto al total en el 2019 no varió y en el 2020 aumentó un 2%.

El incremento de porcentaje de ventas en el 2019 de América del Norte se dio por menores ventas en Asia y América Latina y en el 2020 por una disminución de 3 puntos en el porcentaje de ventas de América Latina. Esta última región viene disminuyendo desde el 2017.

Por otro lado, la región de Asia mantuvo desde el 2015 un porcentaje de las ventas totales constante, alrededor del 7%/8%.

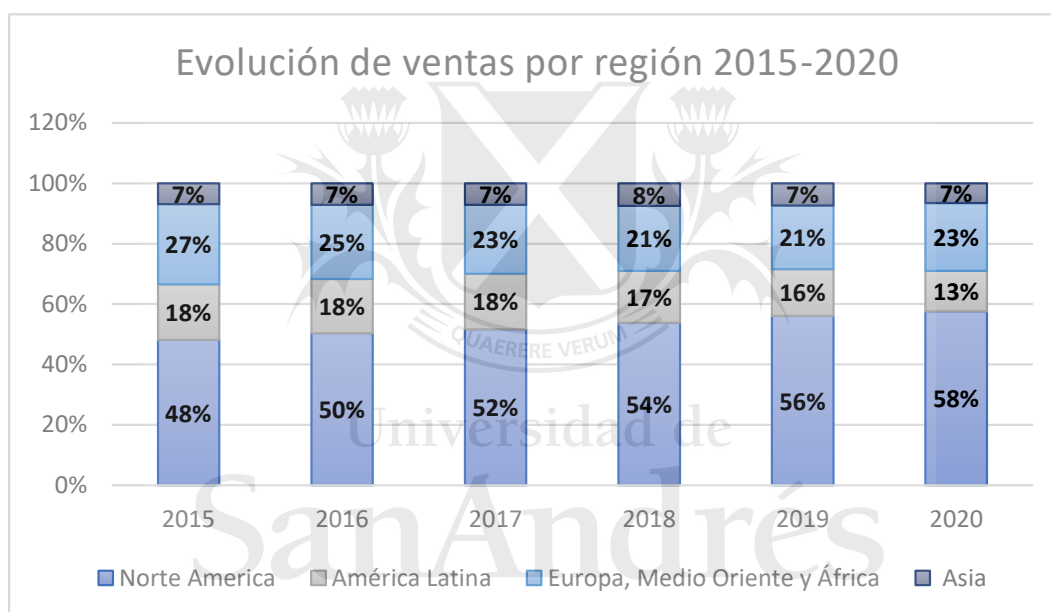


Gráfico N° 6 – Elaboración propia, fuente: 10k 2020 Whirlpool Corporation.

A pesar de que los ingresos por ventas de la principal región (América del Norte) vienen subiendo desde el 2016 (a excepción del 2020 debido a la pandemia mundial COVID-19), se puede observar que los ingresos por ventas totales de la firma desde el 2018 vienen disminuyendo.

Dicha disminución viene dada por menores volúmenes vendidos y por un tipo de cambio desfavorable que tiene efecto negativo en las ventas en la mayoría de las regiones en las que opera Whirlpool Corporation. Asimismo, las ventas del 2019 y 2020 se encontraron afectadas por la venta de negocio de compresores de Embraco de América Latina.

En el 2020, particularmente, las ventas tuvieron una fuerte caída debido al desarrollo de una pandemia global que generó una importante interrupción comercial e incertidumbre económica que afectó negativamente la fabricación, cadena de suministro, canales de distribución y la demanda global de bienes.

La pandemia afectó a cada uno de los segmentos y disminuyó los niveles de producción dejándola por debajo de la capacidad instalada.

Desde el 2015 a hoy los volúmenes vendidos cayeron a un CAGR del -1,78% (sin considerar el 2020, que fue afectado por el COVID-19, los volúmenes del 2015 al 2019 cayeron a un CAGR del 1%). Dicha caída se dio por menores volúmenes vendidos en su principal región durante el 2018 y el 2019 con caídas de -2% y -5% respectivamente, y, además, por una pérdida de participación de mercado que viene teniendo Whirlpool en EMEA desde el 2015. Esta región, es su segunda región principal representando un 20% de la facturación y un 30% de los volúmenes vendidos.

Del 2015 al 2017, antes de que se empezara a perder participación en la región principal de la firma, los volúmenes crecieron a un CAGR del 1%.

Whirlpool Corporation es una compañía madura que ya tuvo su etapa de crecimiento, aumento de cuota de mercado y expansión de su capacidad. Asimismo, la firma ya se encuentra establecida y su crecimiento se ha ralentizado.

El desafío que tiene la compañía para no entrar en una etapa de declive es hacer crecer el negocio de una manera distinta, mediante fusiones o adquisiciones, conquistando nuevos mercados y al mismo tiempo fidelizando a los clientes actuales, y con nuevos proyectos.

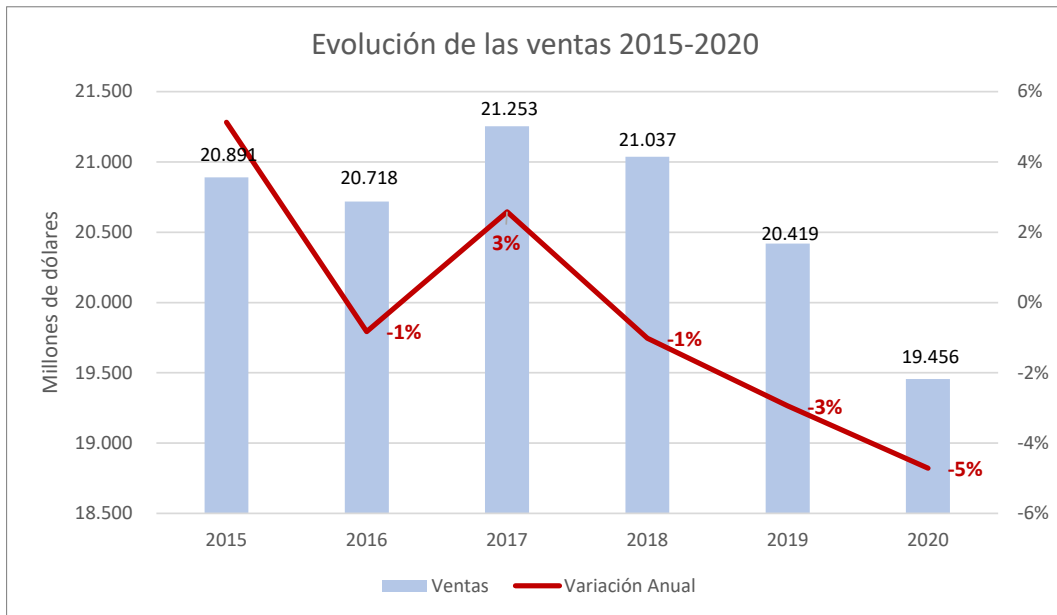


Gráfico Nº 7- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

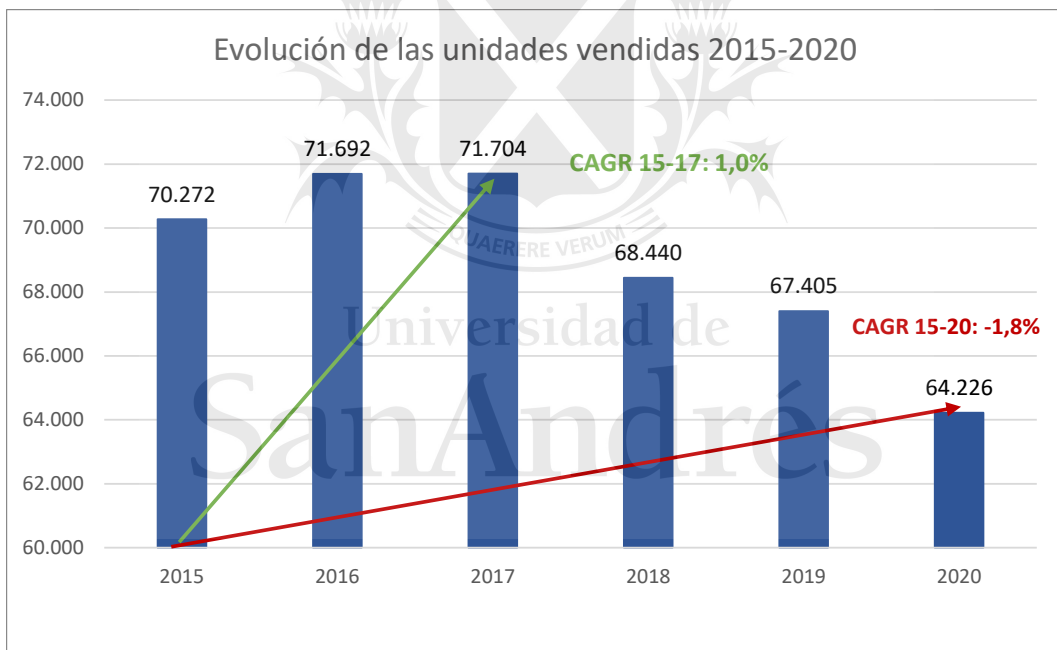



Gráfico Nº 8- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

2.5.2 Ventas por region

<p style="text-align: center;">AMÉRICA DEL NORTE</p> 	<p>Estados Unidos: Comercializan y distribuyen grandes electrodomésticos y otros productos de consumo bajo las marcas de Whirlpool, Maytag, KitchenAid, JennAir, Amana, Roper, Affresh, Swash, Everydrop and Gladiator para minoristas, distribuidores, constructores y consumidores finales. También comercializan pequeños electrodomésticos bajo la marca KitchenAid principalmente a minoristas y distribuidores.</p> <p>Canadá: Comercializan y distribuyen grandes electrodomésticos primariamente bajo la marca de Whirlpool, Maytag, JennAir, Amana, Speed Queen y KitchenAid.</p>
<p style="text-align: center;">EUROPA, MEDIO ORIENTE Y ÁFRICA (EMEA)</p> 	<p>Europa: Comercializan y distribuyen grandes electrodomésticos y otros productos de consumo bajo las marcas de Whirlpool, Hotpoint, Bauknecht, Indesit, Ignis, Maytag y Privileg. También comercializan pequeños electrodomésticos bajo la marca KitchenAid principalmente a minoristas y distribuidores.</p> <p>África y Medio Oriente: Comercializan y distribuyen grandes electrodomésticos y otros productos de consumo, bajo las marcas de Whirlpool, Bauknecht, Indesit, Ignis and Amana, a vendedores y a distribuidores. Salieron de operaciones comerciales en Turquía en el segundo Q de 2019.</p>
<p style="text-align: center;">ASIA</p> 	<p>En esta región organizaron el marketing y la distribución de grandes y pequeños electrodomésticos en múltiples países, principalmente en India y China.</p> <p>Comercializan y distribuyen grandes electrodomésticos y otros productos de consumo, bajo las marcas de Whirlpool, Maytag, KitchenAid, Ariston, Indesit, Bauknecht, Diqua y Royalstar mediante una combinación de: ventas directas, minoristas y cadenas. En el 4Q del 2019 expiraron los derechos de usar la marca Sanyo por lo que decidieron impulsar la marca Whirlpool en China.</p>

<p style="text-align: center;">AMÉRICA LATINA</p> 	<p>Comercializan y distribuyen grandes electrodomésticos y otros productos de consumo bajo las marcas de Whirlpool, Consul, Brastemp, KitchenAid, Acros, Maytag y Eslabon de Lujo, principalmente a minoristas, distribuidores y directamente a consumidores.</p> <p>En Bolivia, Paraguay, Venezuela y algunos países del Caribe y América Central, también venden a través de distribuidores acreditados.</p> <p>En julio 2019 LATAM operaciones vendió el negocio de Embraco.</p>
--	---

AMÉRICA DEL NORTE

Durante los últimos 5 años los ingresos por ventas de la región América del Norte rondan alrededor de los USD 11.000 MM representando aproximadamente un 55% de las ventas totales de la compañía.

Asimismo, también se puede observar un crecimiento en la facturación total de esta región, a excepción del ejercicio 2020 en donde la pandemia disminuyó la oferta de bienes y generó menores volúmenes de ventas.

En relación con los volúmenes vendidos, los mismos tuvieron un incremento desde 2015 a 2017, y luego a partir del 2018 se puede notar un descenso. Esto fue compensado por una mejora en el mix precio/producto vendido.

El CAGR del 2015 a hoy fue de 0,8% (sin considerar el 2020 fue de 1,6%) mientras que de 2015 a 2017 había sido de 6,6%. Esto se debe, a que el mismo fue afectado los últimos 2 años dado que en 2018 y 2019 la firma perdió participación de mercado en la región con una disminución en volúmenes de 2% y 5% respectivamente.

Esta pérdida en la participación de mercado se dio por la inserción de nuevos competidores, principalmente, de origen asiático. No obstante, el 2018 para mitigar este factor, el gobierno de Trump impuso elevados aranceles a la importación de lavadoras y luego aumento los aranceles aduaneros a los electrodomésticos asiáticos. De esta forma se buscó frenar las importaciones de este tipo de productos, que entre 2012 y 2017 venían aumentando drásticamente causando una pérdida de cuota de mercado en los fabricantes locales.

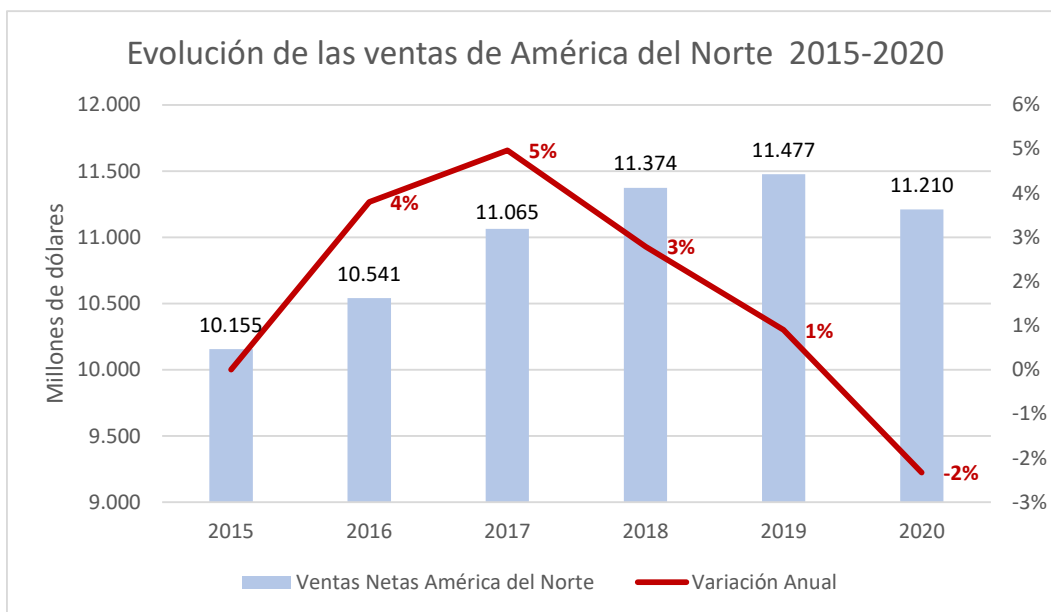


Gráfico Nº 9- Elaboración propia, fuente Informes de resultados anuales de la compañía.

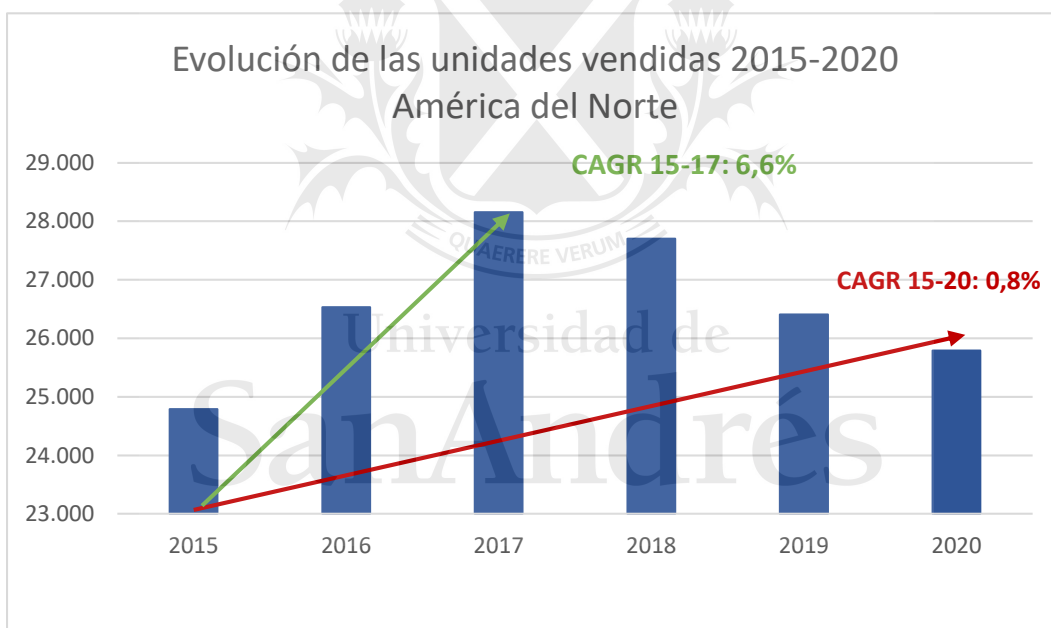


Gráfico Nº 10- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

EMEA

En los últimos 5 años se puede observar una tendencia decreciente en los ingresos por ventas de la región EMEA, las mismas se encuentran alrededor de USD 4.500 MM y representan aproximadamente un 20% de las ventas totales. La tendencia bajista, se dio por una disminución en los volúmenes vendidos debido a que la firma viene disminuyendo participación de mercado en la región (a excepción del último año), y fue parcialmente compensada por un tipo de cambio favorable. Desde el 2015 a hoy, los volúmenes vendidos vienen disminuyendo a un CAGR de -4,5%.

En el 2020 la facturación total de la región tuvo un incremento del 2,2% vs el ejercicio anterior debido a una mejora en el mix precio/producto, esto fue parcialmente compensado por menores volúmenes de venta.

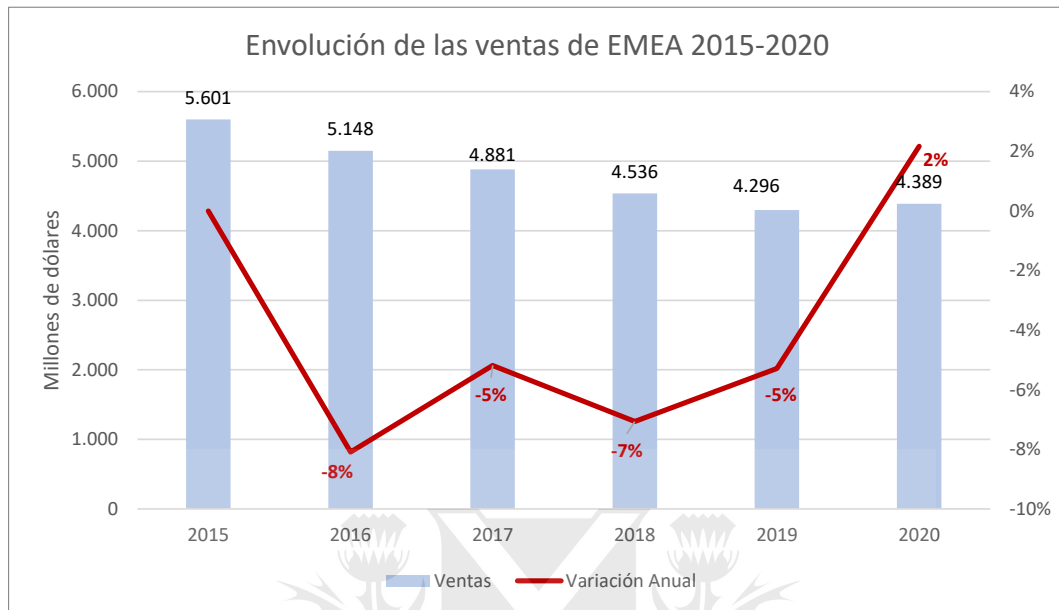


Gráfico Nº 11 Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

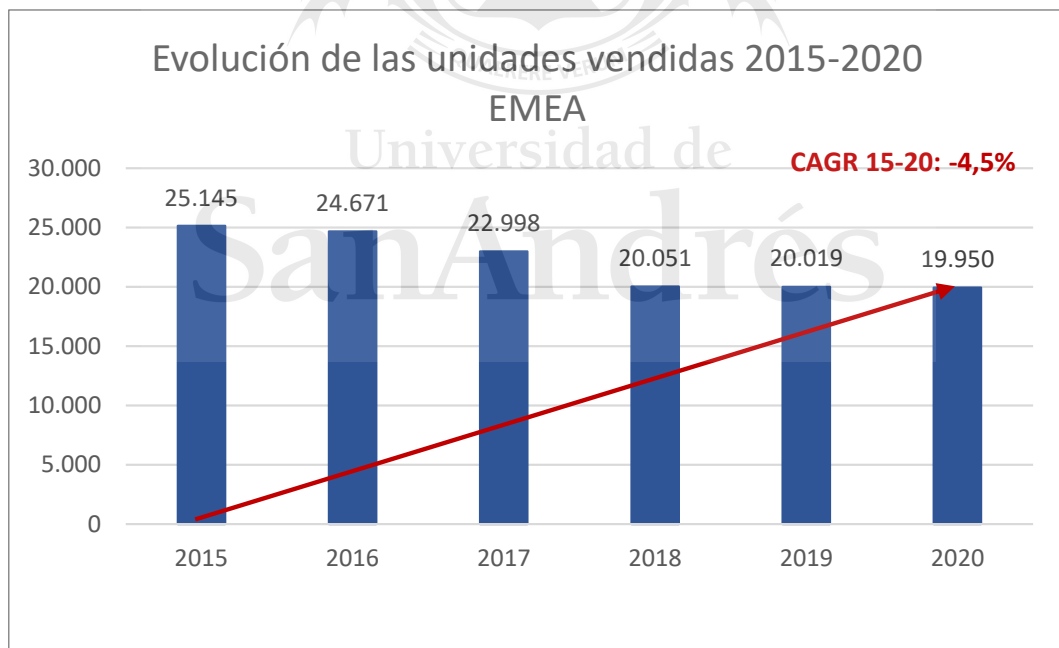


Gráfico Nº 12- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

AMÉRICA LATINA

En los últimos 5 años se puede observar una tendencia decreciente en los ingresos por ventas de América Latina, los mismos, se encuentran alrededor de USD 3.400 MM y representan aproximadamente un 15% de las ventas totales de la compañía.

En el 2017 la facturación en América Latina tuvo un incremento del 6% con respecto al ejercicio anterior debido a un impacto favorable del tipo de cambio, y un mejor mix precio/producto vendido, parcialmente compensado por un menor volumen vendido (-0,6%). Sin el impacto del tipo de cambio la facturación hubiese aumentado solamente un 2,5% con respecto al ejercicio anterior.

Luego de esta alza, la facturación se empieza a contraer afectada por impactos desfavorables del tipo de cambio y un empeoramiento en el mix precio/producto vendido. No obstante, la fuerte caída se dio en el 2019 con la venta del negocio de compresores de Embraco. Sin esta venta más el impacto desfavorable del tipo de cambio, la facturación hubiese tenido un incremento del 9%.

En el 2020 la facturación se desploma, cayendo un 18% impactada por la venta del negocio de compresores de Embraco, completada en julio 2020, e impactos desfavorables del tipo de cambio. Esto fue parcialmente compensado por mayores unidades vendidas, a pesar de la menor oferta generada por el COVID-19.

Con respecto a los volúmenes vendidos, desde el 2015 a hoy, los volúmenes vendidos cayeron a un CAGR de -0,7%. No obstante, los mismos vienen aumentando desde el 2018 pero los impactos desfavorables del tipo de cambio y el mix precio/producto generaron que la facturación en su totalidad se termine contrayendo.

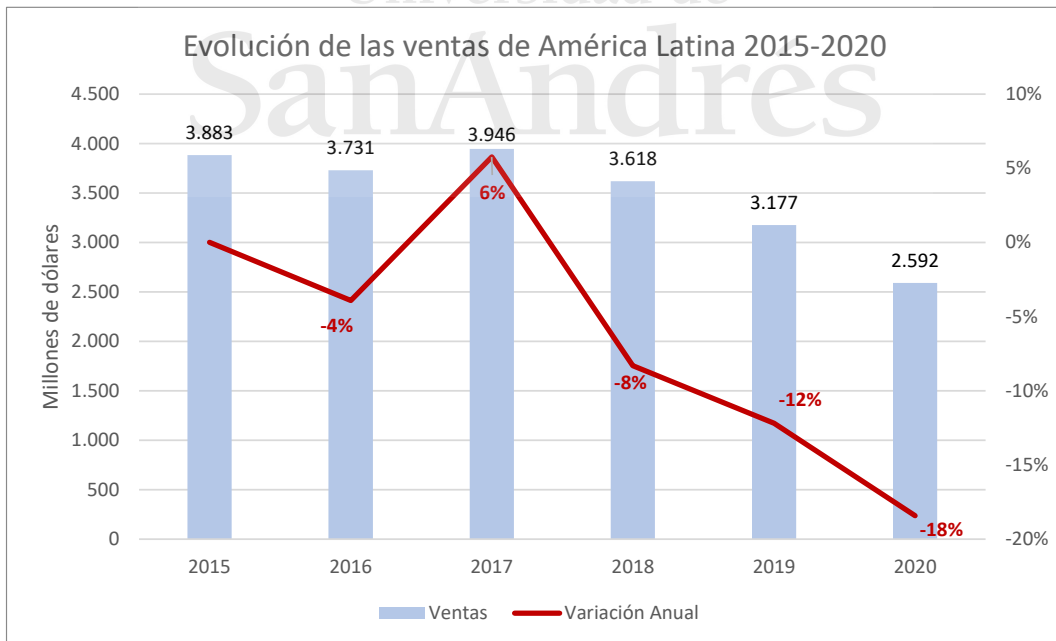


Gráfico Nº 13- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

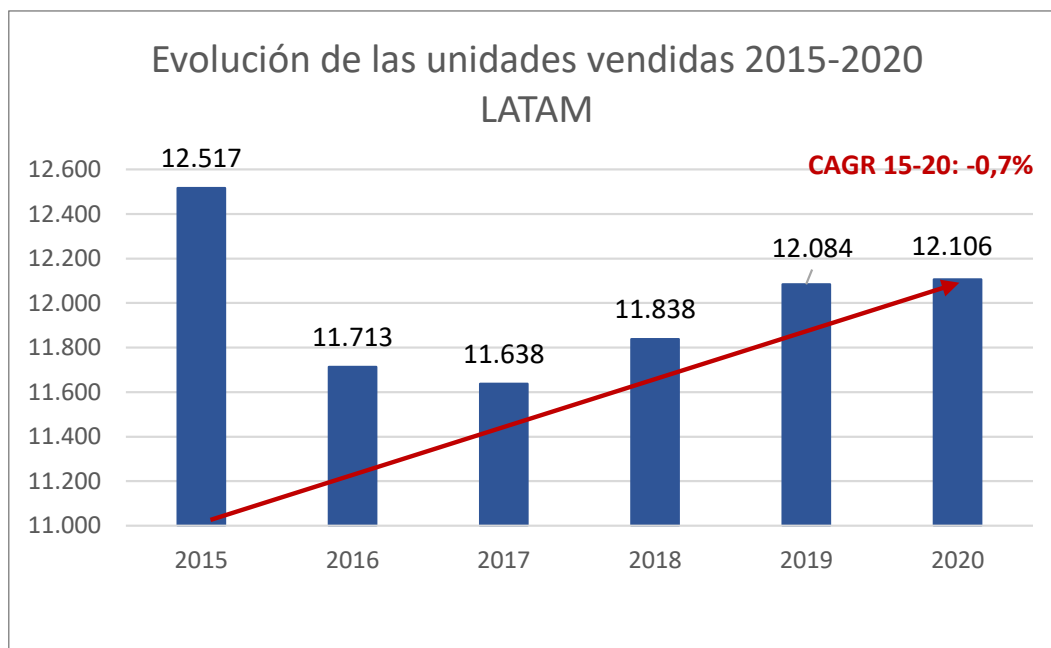


Gráfico N° 14- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

ASIA

Durante los últimos 5 años la participación de las ventas totales de la región Asia permaneció constante alrededor de 7%. No obstante, desde el 2015 a hoy la firma fue ganando participación de mercado en la región, creciendo a un CAGR del 3,3% (no se tiene en cuenta los volúmenes de 2020 debido a que los mismos estuvieron impactados por el COVID-19, que es considerado, un evento extraordinario). Si se tuviesen en cuenta los volúmenes del 2020 del 2015 a hoy, el CAGR fue de -1%.

Durante los años 2017 y 2018 la facturación creció, primariamente, por una mejora en el mix precio/producto.

En el 2019 la facturación disminuyó un 4,5% vs 2018 principalmente debido a los impactos desfavorable del tipo de cambio y un deterioro en el mix precio/producto. Esto fue parcialmente compensado, por un crecimiento en los volúmenes vendidos del 0,5%.

En el 2020 los ingresos por ventas disminuyeron un 16,5% primariamente debido a una disminución en los volúmenes de venta generada por la explosión de la pandemia en Asia que contrajo los niveles de demanda, e impactos desfavorables del tipo de cambio. Esto fue parcialmente compensado por una mejora en el mix precio producto. Excluyendo el impacto desfavorable del tipo de cambio, las ventas hubiesen tenido una caída del 14,6%.

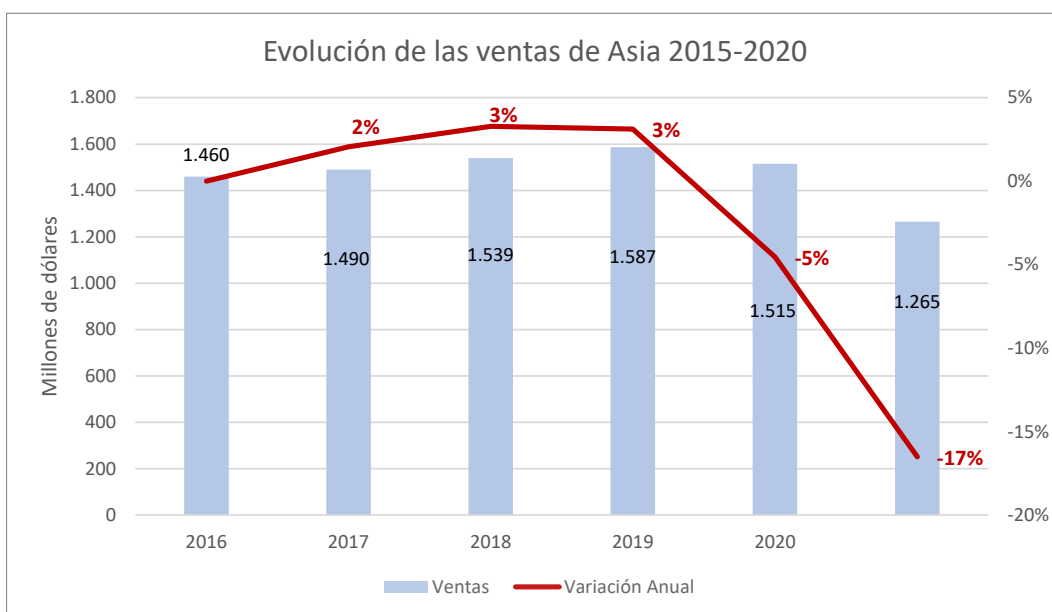


Gráfico Nº 15- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

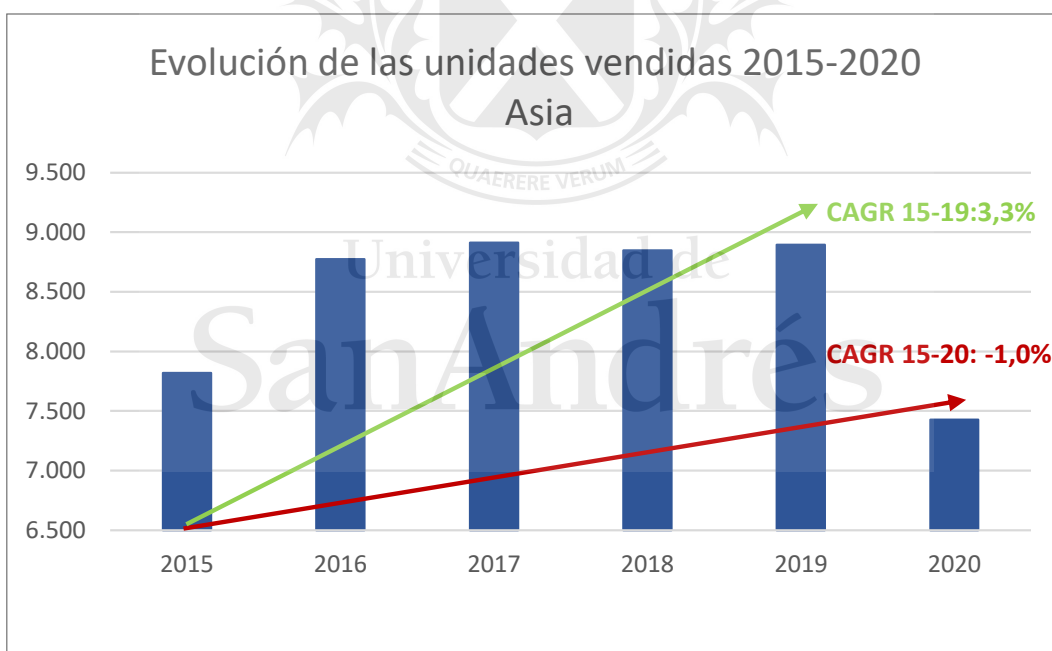


Gráfico Nº 16- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía

2.5.3 Estrategia

La arquitectura estratégica de la compañía está basada en la visión de ser los mejores proveedores de electrodomésticos de cocina y de lavandería encontrándose en la búsqueda constante de mejorar el estilo de vida en las casas.

La misión de la firma es poder ganar confianza y crear demandas para las marcas que comercializa en un mundo digital a través de su liderazgo de producto, redefinición constante del mismo, reinención de la cadena de valor y búsqueda de victoria en el campo del consumo digital.

La firma se encuentra comprometida a generar valor a largo plazo para los accionistas y los consumidores. Para los consumidores, a través de la innovación y la calidad de sus productos que resuelven los problemas del día a día ahorrando tiempo y energía; y para los accionistas dando un valor diferenciado a través de sus pilares estratégicos:

1. Escala mundial líder: La firma ocupa la posición número una en participación en 6 de los 10 principales países en los que opera.
2. Mejor portfolio de marcas: Las ventas de la firma se encuentran lideradas por sus marcas globales (Whirlpool y KitchenAid): Whirlpool es una marca que posee confianza mundial para cuidados innovadores diarios, mientras que KitchenAid trae una combinación de innovación y diseño que atrae a Chefs, panaderos y amantes de la cocina de todo el mundo. Estas dos marcas son la columna vertebral de la estrategia de la firma para ofrecer productos diferenciados que brinden un buen rendimiento y características deseables sin dejar de ser accesibles para los consumidores.

Además, la firma posee marcas regionales y locales sólidas como Maytag, Indesit, Hotpoint, Consul, Brastemp, Amana, Jennar, Bauknecht. Estas marcas le brindan a la firma la posibilidad de ofrecer productos que se adapten a las necesidades y preferencias de los consumidores locales.

3. Innovación: Whirlpool Corporation fue responsable de innovaciones pioneras en el mercado de electrodomésticos (primer lavarropas eléctrico, primera batidora de pie, primer microondas de mostrador, entre otros). La innovación de la firma en los últimos años se aceleró, impulsada por continuas inversiones en I+D y a través de la cultura de trabajo de los empleados centrada en llevar nuevas tecnologías al mercado.

En el 2020 la firma lanzó más de 100 productos nuevos en todo el mundo y sigue comprometida con seguir acelerando el ritmo de innovación.

A medida que continúa el cambio a lo digital, los consumidores desean electrodomésticos digitales que encajen en un ecosistema doméstico más grande. La firma se encuentra trabajando en traer al mercado nuevos productos y tecnologías como el control de voz, reconocimiento de alimentos, recarga automática de detergente para ropa, etc.

Para el proceso de transformación digital y redefinición de producto la firma introdujo un detergente para ropa (Swash). Este nuevo producto incrementa los puntos de contacto dado que se consume diariamente, genera un flujo de ingresos incremental (la categoría de detergente para ropa es una industria en crecimiento de USD 14.000 MM con un alto potencial de margen) y genera mayor integración digital dado que se utiliza con una aplicación digital que por ejemplo genera una reposición automática cuando los suministros son bajos.

Mejor posición de costos: Whirlpool Corporation como empresa líder mundial en electrodomésticos de cocina y lavandería tienen un menor costo en todo lo que realizan a escala, estando enfocados en producir de la manera más eficiente posible y a escala en todo el mundo.

La firma posee como estrategia la optimización continua de la estructura de costos para poder hacerle frente a cambios macroeconómicos globales. En el 2020, en respuesta al COVID-19 la firma ejecutó un eficiente plan de reducción de costos que le permitió expandir sus márgenes en un año recesivo.

Whirlpool Corporation adopta el siguiente enfoque para la asignación de capital:

- CAPEX: 3% Ventas
- I+D: 3% Ventas
- M&A: Fusiones y Adquisiciones oportunistas con alto ROIC.

Recientes y posibles operaciones de Compraventa estratégicas

Venta del Negocio de compresores de Embraco:

El 24 de abril de 2018 Whirlpool Corporation celebró un acuerdo de compra con Nidec Corporation (una fabricante líder de motores eléctricos) bajo las leyes de Japón para vender el negocio de compresores de Embraco.

El 26 de junio de 2019 Whirlpool y Nidec recibieron la aprobación final de la transacción por parte de la comisión europea y las partes cerraron la transacción el 1 de julio de 2019. Al cierre de conformidad con el acuerdo de compra y un acuerdo subsecuente con el ajuste del precio de compra, la compañía recibió USD 1.100 millones, el resto de los ajustes se recibieron en el ejercicio 2020

Esto generó resultados extraordinarios en el estado de resultados de USD 437 MM y USD 7 MM en 2019 y 2020 respectivamente.

Asimismo, Whirlpool acordó retener ciertas responsabilidades relacionadas con impuestos, medio ambiente, mano de obra y productos después del cierre de la transacción.

Con el monto de la venta de este negocio la compañía pagó USD 1.000 millones de un préstamo bancario a corto plazo que la compañía había adquirido el año anterior, tal como se había acordado.

Venta del control mayoritario de Whirlpool China:

El 25 de Agosto de 2020, Guangdong Galanz Household Appliances Manufacturing Co., Ltd. ("Galanz") anunció su intención de realizar una oferta pública de adquisición parcial por el control mayoritario de Whirlpool China Co. Ltd. ("Whirlpool China"), una mayoría subsidiaria de propiedad de la Compañía con acciones que cotizan en la Bolsa de Valores de Shanghai. En su anuncio, Galanz señala que espera ofrecer 5,23 RMB por acción (aproximadamente 0,76 dólares por acción al 25 de agosto de 2020) para obtener no menos del 51% y no más del 61% de las acciones en circulación de Whirlpool China. Esta oferta de precio de acción es igual al precio de negociación promedio ponderado diario de las acciones de Whirlpool China durante los 30 días de negociación anteriores al anuncio.

La Compañía está considerando los términos de la oferta y otros aspectos de esta potencial relación estratégica junto con cualquier impacto potencial en los estados financieros de la Compañía y otros aspectos de sus operaciones. No se espera una oferta pública parcial formal hasta que se obtengan las aprobaciones regulatorias y el proceso de aprobación regulatoria sigue en curso. Si se lanza una oferta, la oferta de las acciones de Whirlpool están sujetas a la aprobación de la transacción por parte del directorio de la Compañía.

2.5.4 Producción y Costos

La firma no depende de ninguna fuente de materias primas o componentes comprados esenciales para el negocio. En áreas donde se utiliza un solo proveedor, las fuentes alternativas generalmente están disponibles y se pueden desarrollar dentro del entorno de fabricación normal.

Se pueden producir interrupciones en el suministros y costos no anticipados al realizar una transición de un proveedor a otro, como también, la finalización de la relación con el mismo. En ese caso, se pueden utilizar materiales alternativos, a veces a costos superiores, y programas de producción.

El costo de mercaderías vendidas representa aproximadamente un 80% de las ventas. La firma presenta una fuerte exposición a la variabilidad de las principales materias primas

como el acero, aluminio y derivados del petróleo debido a que no puede traspasar el 100% de los aumentos de precios a los consumidores, con lo cual, un fuerte aumento de alguno de los mismos puede llegar a dañar los márgenes operativos de la firma. Asimismo, las políticas comerciales globales como los aranceles a la importación de aluminio y acero de EEUU también pueden impactar.

No obstante, WHR mitiga este riesgo a través de la utilización de instrumentos de derivados para cubrir el costo de las materias primas y la volatilidad cambiaria.

Los costos variables se encuentran dados por la compra de materias primas para la producción de electrodomésticos. Dado que la firma utiliza instrumentos de derivados para asegurarse el precio de las mismas y no suele depender de un único material, los mismos se mantienen relativamente estables en los últimos años.

Los costos fijos de la firma vienen dados por los gastos de administración y comercialización, estos, representan aproximadamente un 10% de las ventas totales.

En el 2020 los mismos tuvieron una disminución de USD 265 MM en comparación al ejercicio anterior debido a acciones sobre los costos fijos que realizó la firma y una reducción de las inversiones en marketing.

El programa de reducción de costos ejecutado en el último año disminuyó los costos de gastos de administración y comercialización de 10,5% sobre las ventas en 2019 a 9,6% en 2020 compensando el impacto del COVID-19 y mejorando estructuralmente los márgenes de la firma.

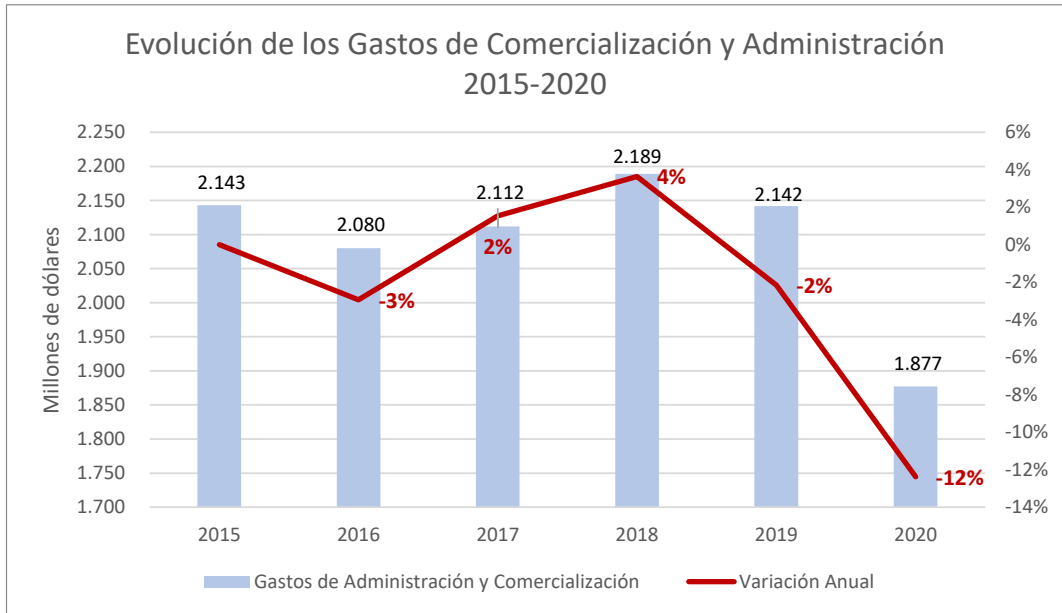


Gráfico Nº 17- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

Como se observa en el gráfico a continuación, América del Norte tiene los menores costos de administración y comercialización en proporción a sus ventas, lo cual, se debe a que esta región posee el mayor porcentaje de ventas lo que permite tener un mayor porcentaje de utilización instalada y tener un menor peso de costos fijos.

Por el contrario, la región de Asia posee el mayor porcentaje de costos fijos con respecto a sus ventas debido a que las ventas de esta región son solo del 7% de las ventas totales de la compañía, esto, dificulta la optimización de la producción a través del desaprovechamiento de las externalidades positivas que genera producir a una escala mayor.

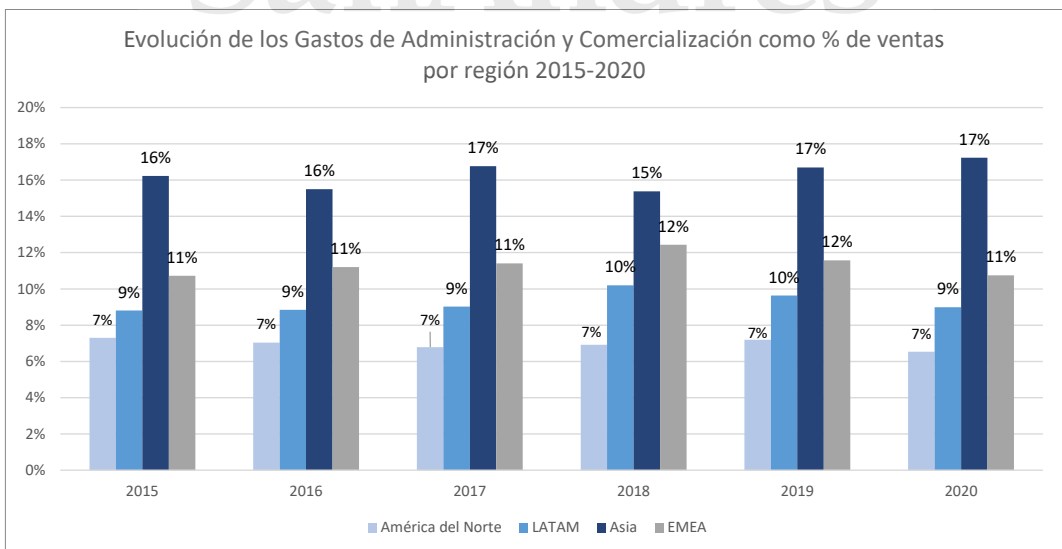


Gráfico Nº 18- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

La firma incurrió en gastos de reestructuración por USD 173 MM, USD 275 MM, USD 247 MM, USD 188 MM y USD 288 MM en 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020 respectivamente debido los continuos esfuerzos que realiza por tener la mejor estructura de costos a nivel global.

2.5.5 Capital de Trabajo

La compañía mantiene diferentes niveles de capital de trabajo durante todo el año para respaldar las necesidades comerciales y los requisitos de los clientes a través de diversas técnicas de administración de inventario, incluida la previsión y planificación de la demanda.

Los días de inventario rondan alrededor de los 55 días y los días de cuentas por cobrar son de aproximadamente 46 días, mientras que los días promedio de cuentas por pagar son de 100. Esto genera un ciclo de conversión de inventario igual a 1 o hasta a veces negativo. Es decir, generalmente la firma no paga a los proveedores hasta no tener el pago de los clientes.

2.5.6 Marcas y Patentes

Las marcas comerciales, los derechos de autor, las patentes y licencias son un fuerte activo de la firma. Whirlpool es propietaria de varias marcas comerciales en Estados Unidos y países extranjeros.

Asimismo, reciben regalías por otorgar licencias de sus marcas comerciales a terceros para fabricar, vender y dar servicio a ciertos productos. El objetivo principal de la obtención de patentes es proteger sus diseños, tecnologías, productos y servicios.

Las marcas comerciales más importantes de América del Norte son Whirlpool, Maytag, JennAir, KitchenAid y Amana; de EMEA son Whirlpool, KitchenAid, Bauknecht, Indesit, Hotpoint Ignis; de América Latina son Consul, Brastemp, Whirlpool, KitchenAid y Acros; y de Asia son Whirlpool y Royalstar.

2.5.7 Estacionalidad

Los ingresos trimestrales de Whirlpool Corporation históricamente son afectados por factores estacionales, como períodos de promoción impulsados por las vacaciones. En cada año fiscal, los ingresos totales y los márgenes operativos de la firma son más altos en el tercer y cuarto trimestre.

2.5.8 Propiedades

Las oficinas ejecutivas principales de la firma están ubicadas en Benton Harbor, Michigan. El 31 de diciembre de 2020, las principales operaciones de fabricación se llevaron a cabo en 35

ubicaciones en 13 países en todo el mundo. La firma tiene un total de 82 millones de pies cuadrados dedicados a las oficinas de fabricación, servicio, ventas y administración, almacén y distribución. Más del 50% de dicho espacio fueron ocupados bajo arrendamiento.



Imagen N° 4- Distribución de las propiedades de Whirlpool en todo el mundo, fuente: Presentación anual 2020 de la compañía.

Principales ubicaciones de manufactura de la firma:

- América del Norte: 10
- EMEA: 11
- América Latina: 9
- Asia: 5

3. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

3.1 IMPULSORES DE LA DEMANDA

Los impulsores clave de la demanda son la construcción de viviendas, la renta disponible per cápita y el crecimiento del PBI.

Dado que el 58% de las ventas de la firma corresponde a la región de Norte América, en los gráficos a continuación se puede observar que las ventas presentan una fuerte correlación con el crecimiento del PBI de esta región. Asimismo, dado que la mayor parte de las ventas de la región son de Estados Unidos también se puede observar una correlación en el crecimiento de las ventas de la firma y el PBI de Estados Unidos.

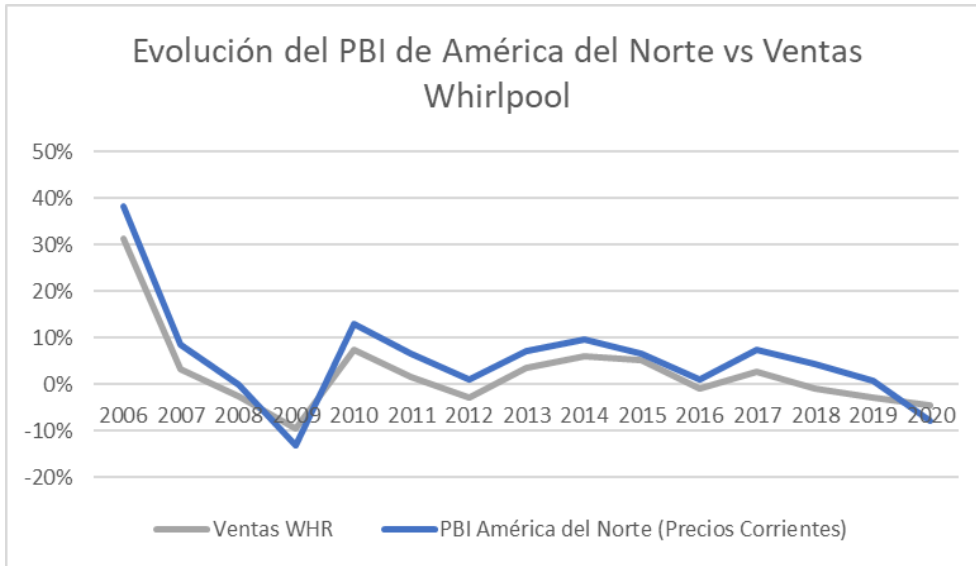


Gráfico N° 19- Elaboración propia, fuente: International Financial Corporation (IFC).

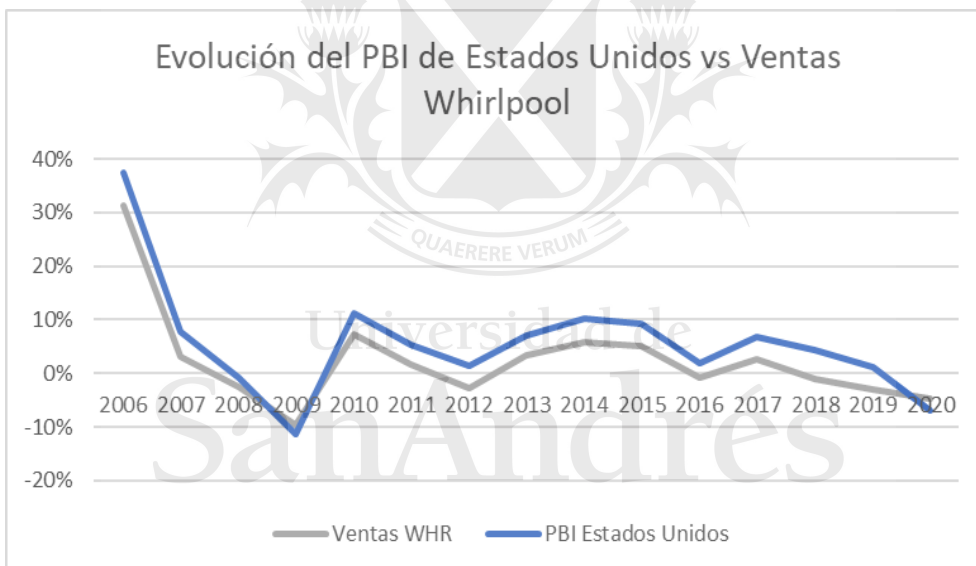


Gráfico N° 20- Elaboración propia, fuente: International Financial Corporation (IFC).

No se puede observar una correlación marcada de las ventas de Whirlpool con el resto de las regiones en las que opera debido a que ninguna representa un porcentaje significativo de sus ventas. Si se observa la correlación del PBI mundial con respecto a las ventas de Whirlpool se puede llegar a la conclusión, de que si bien las ventas de la firma siguen la evolución del PBI mundial los saltos de este último son mucho más pronunciados.

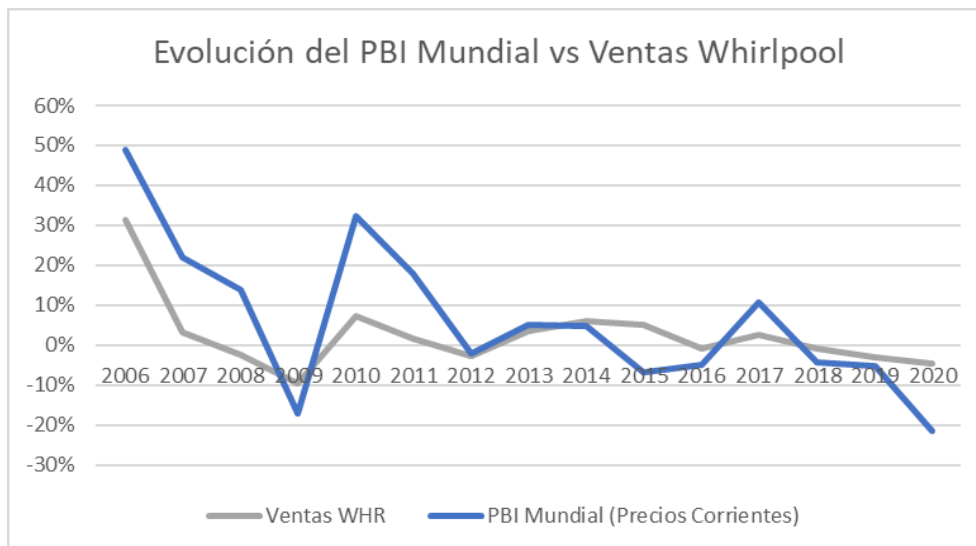


Gráfico Nº 21- Elaboración propia, fuente: International Financial Corporation (IFC).

Los electrodomésticos se consideran artículos de gran valor, pero los productos no son tan discrecionales en comparación con los muebles para el hogar o los automóviles, ya que un volumen porcentual significativo consiste en compras de reemplazo.

La construcción y renovación de nuevas viviendas sigue siendo un factor clave, ya que estas actividades están correlacionadas positivamente con la demanda de nuevos electrodomésticos.

Como ya se mencionó anteriormente, más de la mitad de las ventas de la firma se da en Norte América y las mismas presentan una fuerte correlación con el crecimiento de la región, siendo Estados Unidos, el país más representativo de la región. A su vez, el 58% de las ventas de Whirlpool en América de Norte son residenciales (49% reparación y remodelación y 9% nuevas construcciones) mientras que el porcentaje restante corresponde a ventas no residenciales o comerciales.

Para estudiar la industria de reparación y remodelación se utilizará el Índice de Remodelación de Viviendas de Estados Unidos (US Remodeling Market Index), dicho índice, se basa en una encuesta trimestral de miembros remodeladores de NAHB (National Association of Home Builders) que proporciona información sobre las condiciones actuales del mercado, así como indicadores futuros para el mercado de remodelación.

El resurgimiento de las ventas de vivienda, la aceleración de los precios, los bajos inventarios y el envejecimiento de las viviendas se relacionan con el mercado de reparación y remodelación en Estados Unidos.

A partir del 2020 la industria tuvo un fuerte incremento, debido a que la pandemia llevó a muchos propietarios a poner más énfasis en el hogar e impulsó el aumento en la actividad de remodelaciones y reparaciones. La demanda de remodeladores profesionales fue aumentando a medida que las economías se fueron reabriendo y los consumidores se fueron sintiendo más cómodos con contratistas en sus hogares.

Según las previsiones de “Home Improvement Research Institute” se espera que el gasto en productos de mejora del hogar aumentará un 13% en 2021 y un 3% anualmente a partir de entonces hasta 2025, debido a lo recientemente mencionado y a que se proyecta un incremento en el gasto en remodelaciones en Estados Unidos, dado a que en dicha economía se observó un incremento en el refinanciamiento con retiro de efectivo (una opción de financiamiento hipotecario) con un capital inmobiliario en niveles récords.

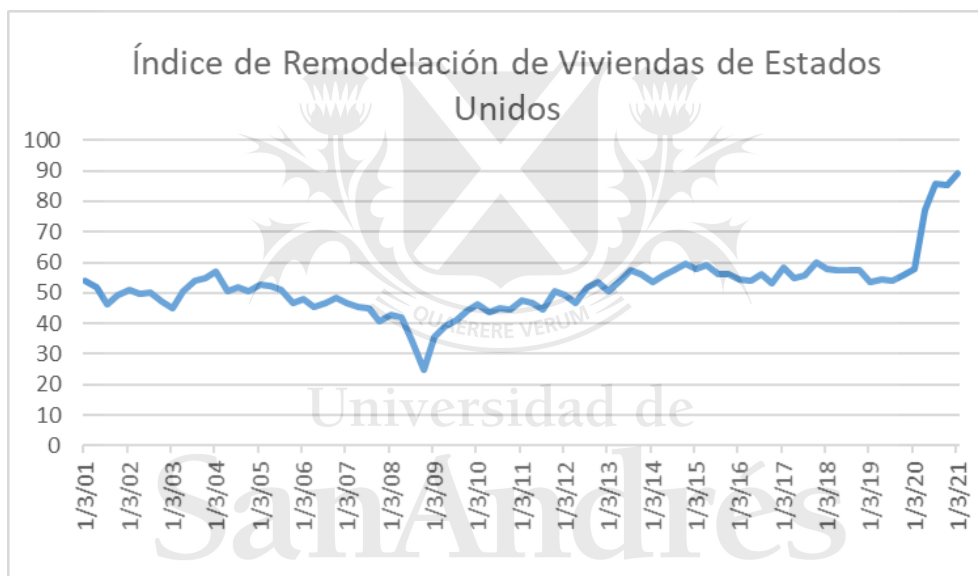


Gráfico Nº 22- Elaboración propia, fuente: Bloomberg.

Para evaluar el sector de nuevas construcciones se utilizará el Índice de Mercado de Vivienda en Estados Unidos (US Housing Market Index) de NAHB. Dicho índice basa en una encuesta mensual de miembros de NAHB diseñada para tomar el pulso al mercado de viviendas unifamiliares. La encuesta pide a los encuestados que califiquen las condiciones del mercado para la venta de viviendas nuevas en el momento actual y en los próximos seis meses, así como el tráfico de posibles compradores de viviendas nuevas.

En el siguiente gráfico se puede observar que a partir del ejercicio 2020 hubo un incremento en este índice debido principalmente a un aumento de demanda de construcciones generada por datos demográficos favorables, bajas tasas de interés, y un apetito por viviendas suburbanas más espaciales que lleva a los compradores a elegir nuevas viviendas.

Según Bloomberg se espera que el ritmo de crecimiento del mercado de viviendas unifamiliares siga aumentando hasta el 2021.

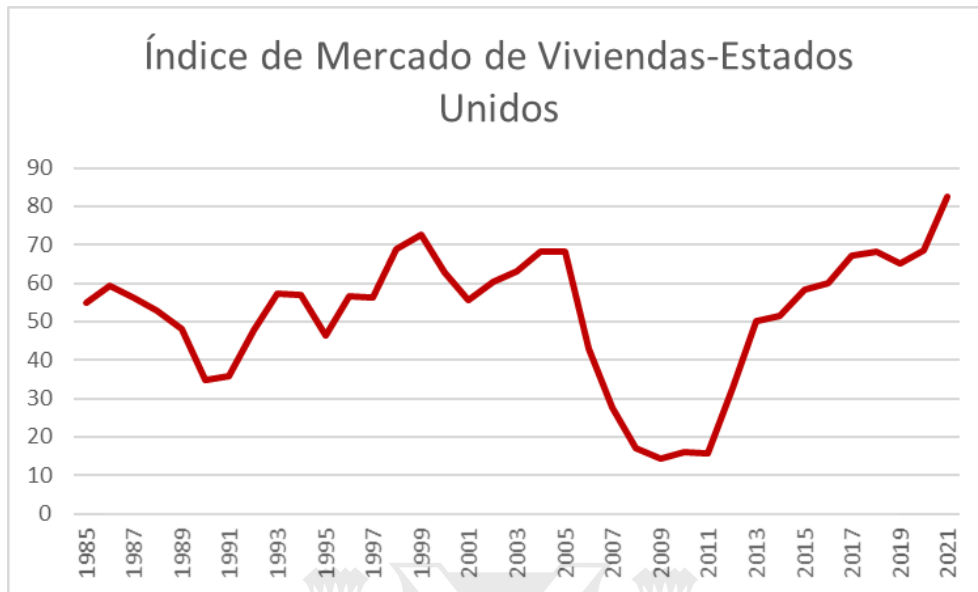


Gráfico Nº 23- Elaboración propia, fuente: National Association of Home Builders (NAHB).

En el siguiente gráfico se puede observar la correlación que existe entre el inicio de nuevas viviendas unifamiliares y el Housing Market Index. En enero del 2020 se puede observar una caída generada por la pandemia, y luego un rápido recupero por lo anteriormente mencionado.

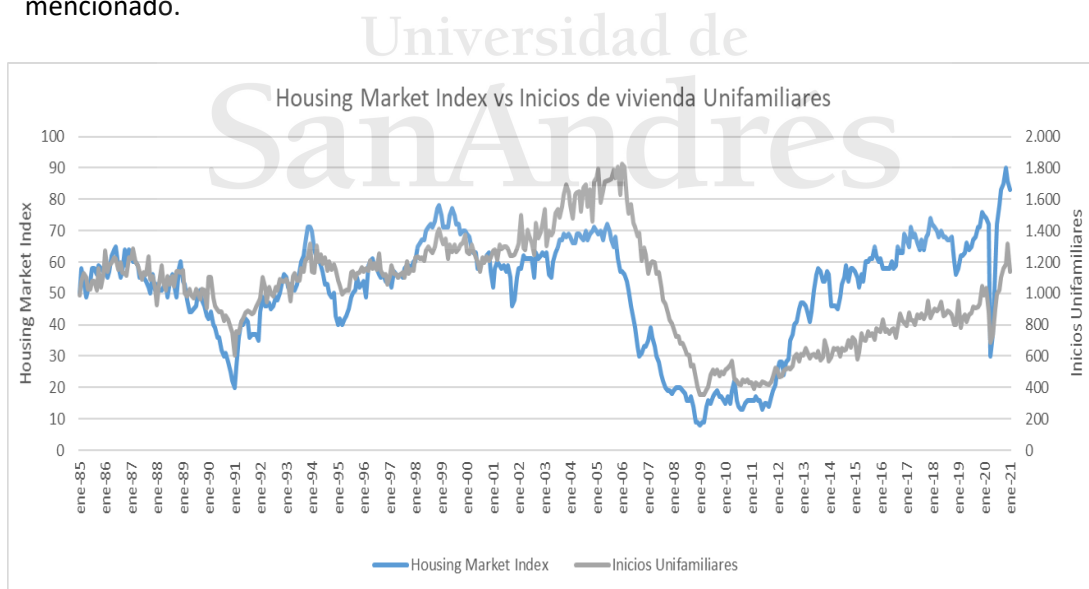


Gráfico Nº 24- Elaboración propia, fuente: Bloomberg.

Si bien las ventas de la firma dependen de los inicios de viviendas unifamiliares y del mercado de la remodelación, las ventas de Whirlpool Corporation no se encuentran 100% correlacionadas con estos dos índices. El 55% de las ventas de Whirlpool corresponde a ventas de reemplazo (el ciclo de reemplazo es de aproximadamente 10 años), 15% a nuevas construcciones de vivienda y el 30% restante es discrecional (condiciones macroeconómicas de la economía y mejoras y reparaciones de viviendas).

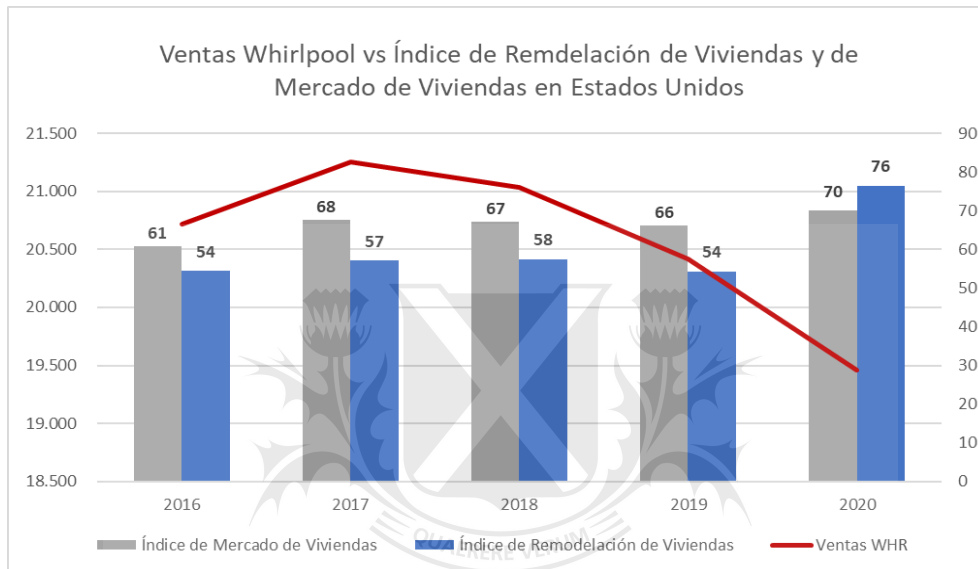


Gráfico Nº 25- Elaboración propia, fuente: Bloomberg y reportes anuales de resultados de la compañía.

Con respecto a las ventas de reemplazo, actualmente la firma se encuentra en una etapa en donde prevén que el ciclo de reemplazo tenga un crecimiento exponencial. Esto es impulsado por tasas de uso elevadas y una base instalada más grande de electrodomésticos que deberán ser reemplazados. Además, con su base instalada de electrodomésticos conectados, tienen datos claros sobre cómo los consumidores usan sus productos y están viendo un mayor uso de los mismos en sus estadísticas. Por ejemplo, se está visualizando que los consumidores duplicaron los niveles de la utilización de hornos de los niveles prepandémicos.

Por otro lado, el gasto en construcción no residencial se mantiene por detrás de la residencial, con muchos proyectos pospuestos como resultado del COVID-19 (particularmente en el segmento de oficinas y hotelería).

No obstante, según los datos de la asociación de constructores y contratistas los backlogs de los contratistas vienen mejorando a medida que los proyectos previamente suspendidos comienzan a reanudarse. Este repunte económico puede reimpulsar este segmento de cara

al 2022. Según el American Institute of Architects estima que el gasto en construcción no residencial disminuya un 6% en 2021 y aumente un 3% en 2022.

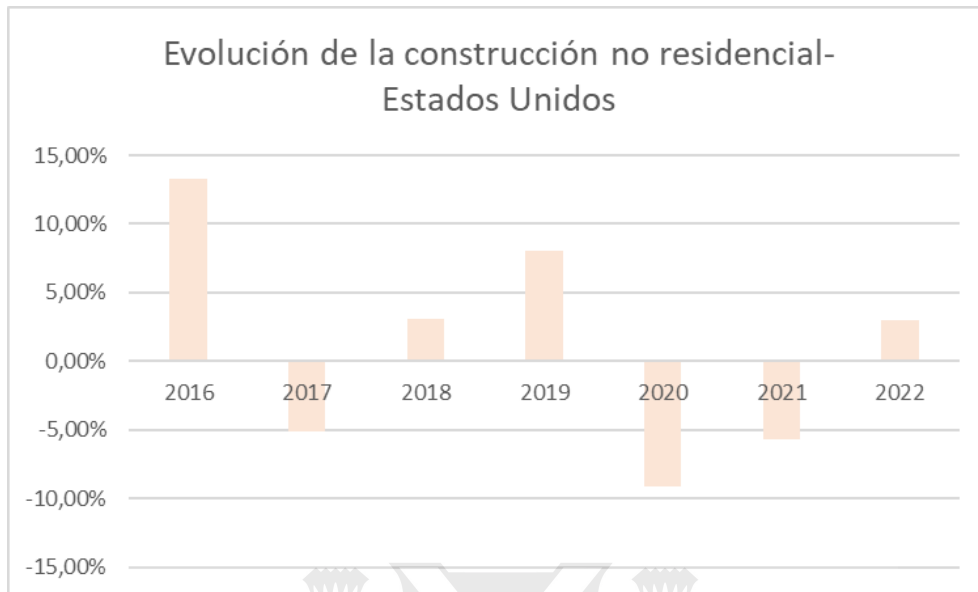


Gráfico N° 26 Elaboración propia, fuente: Bloomberg.

3.2 FORMACIÓN DE COSTOS

Los costos variables de la firma vienen definidos por los precios de las principales materias primas utilizadas para la producción. Si bien sus principales materias primas son la resina y el acero, la firma no depende de ninguna en particular ya que posee una política de producción de producir en base a las materias primas y proveedores disponibles.

Durante el 2020 las principales materias primas industriales tuvieron una fuerte contracción debido al COVID-19. La contracción que generó el COVID en la economía mundial alcanzó al mercado de las materias primas, en donde inicialmente el descenso de los precios de muchos de los materiales llegó a situarlos en los niveles más bajos desde 2009, con el petróleo como principal protagonista de estas caídas.

Sin embargo, este dato contrasta con la significativa recuperación de los precios de los commodities, que concluyeron en su mayoría por encima de los niveles de cierre de 2019.

Tras el impacto inicial de la pandemia, el levantamiento gradual de las restricciones a la movilidad a partir del segundo semestre y los paquetes de estímulo económico, impulsaron la recuperación de la actividad y, por lo tanto, derivaron en un incremento de la demanda de materias primas, principalmente de aquellas vinculadas al ciclo económico. En septiembre 2020 con el incremento de los contagios, muchos países tuvieron que restaurar parte de las restricciones a la movilidad. Sin embargo, al hacerlo de manera menos severa, la actividad

industrial y el comercio internacional se siguieron recuperando. Asimismo, y a diferencia del resto del mundo, el control de la pandemia de China permitió que su economía siguiera creciendo, y relanzó sus importaciones de materias primas, principalmente de metales industriales.

Adicionalmente, hay otro factor de demanda, que también favoreció el ascenso de los precios de algunas materias primas. Como vía para atenuar los efectos negativos de la COVID-19 sobre sus economías, muchos gobiernos diseñaron planes de recuperación orientados a impulsar la transformación hacia un sistema energético más respetuoso con el medio ambiente. Esto fomentó el ascenso de los metales estrechamente vinculados a la transición energética, como el cobre, el aluminio, el zinc, y el hierro.

En segundo lugar, se pueden estudiar los catalizadores de la oferta. Las restricciones a la movilidad no solo debilitaron la demanda de materias primas, sino que también congelaron la oferta en muchas economías productoras y exportadoras de commodities. A ello se sumaron distintas catástrofes climatológicas. En conjunto, los inventarios de materias primas disminuyeron a nivel global.

En tercer lugar, en esta recuperación de las materias primas también se pueden encontrar algunos elementos financieros. Por un lado, los estímulos fiscales y monetarios, restricciones a la movilidad más flexibles y los avances médicos frente a la pandemia (especialmente con el desarrollo de las vacunas) generaron un alza en las bolsas, pero afectaron positivamente a los activos financieros estrechamente vinculados al ciclo económico (commodities). Estas mejores perspectivas de las inversiones también llevaron a una depreciación del dólar y ofreció un empuje adicional al precio de las materias primas.

Asimismo, la pandemia generó un entorno de incertidumbre elevada y persistente, ante el cual, los fondos comunes de inversión y muchos bancos centrales de países emergentes incrementaron las compras de metales preciosos como cobertura de riesgo.

Se puede afirmar que el alza en los precios de las materias primas observado en 2020 refleja la anticipación por parte de los inversores a una reactivación de la economía sostenida en el 2021. Con lo cual, se puede estimar que dichos precios se pueden llegar a mantener elevados durante todo el ejercicio 2021 y ejercer presión sobre los márgenes operativos de Whirlpool.



Gráfico Nº 27- Elaboración propia, fuente: International Monetary Fund (IMF).

3.3 POSICIONAMIENTO DE MERCADO

El mercado en el que opera Whirlpool Corporation se encuentra concentrado por tres empresas principales que representan el 64% (Haier 26,5%; Whirlpool 19,1%; Electrolux 18,4%), de la cuota de mercado estadounidense.

El éxito depende de la reputación y los precios de la marca. Dado que los productos son artículos de gran valor con una mínima diversificación, una marca reconocida por ofrecer un producto confiable y de calidad a un precio razonable, puede obtener una gran ventaja competitiva.

Los electrodomésticos son elásticos al precio, históricamente los aumentos de precios generalmente resultan en un efecto negativo neto general en el desempeño de la industria. Debido a esto, existen varios factores externos que pueden tener impactos significativos en los márgenes operativos.

La apreciación del dólar estadounidense puede perjudicar a un fabricante nacional, ya que los productores internacionales pueden ofrecer productos a un precio más bajo. Un dólar estadounidense más débil puede hacer que los productos de un fabricante nacional sean más competitivos en el extranjero. El precio algunas materias primas, como el acero y la resina también puede afectar las ganancias a medida que este se encarece, no obstante, la firma mitiga estos riesgos a través de la utilización de instrumentos derivados para cubrir el costo de las materias primas y la volatilidad cambiaria.

Durante los períodos de fuerte demanda, los productores pueden trasladar el aumento de los costos a los consumidores, pero en general, la elasticidad precio de este producto tendrá un efecto negativo neto sobre los ingresos.

A nivel mundial, las cuatro principales empresas poseen el 13,6% de la participación de mercado, Whirlpool Corporation es la más grande con un 4,2%, pero difiere por región ya que las economías desarrolladas tienden a estar más concentradas en comparación con las economías en desarrollo.

3.4 EXPOSICIÓN AL CICLO ECONÓMICO

- Industria altamente cíclica con demanda en función de diversas variables económicas, como el PIB, la disponibilidad de crédito al consumo, las tasas de interés, la construcción de viviendas y la incertidumbre fiscal y del mercado crediticio.
- Los impactos económicos de COVID 19 durante el 2020 se sintieron en todo el mundo con tasas de desempleo crecientes, PIB reducido y menores ingresos discretivos de los consumidores. Si bien los gobiernos de los países desarrollados han proporcionado estímulos para limitar el impacto económico general, esos beneficios son solo temporales. En caso de que una recuperación económica no se produzca rápidamente después de un regreso cercano a la normalidad, la demanda de productos Whirlpool podría seguir debilitada.
- No obstante, la caída de la demanda no fue tan significativa como se esperó inicialmente.
- Las limitaciones de la cadena de suministro no son exclusivas de Whirlpool y se espera que desaparezcan luego de la pandemia.
- La diversificación geográfica ayuda a limitar la exposición a una recesión en una sola región.

4. ANÁLISIS COMPETITIVO



Imagen Nº 5- Cinco Fuerzas de Porter, fuente: Elaboración propia.

Según Michael Porter el potencial de rentabilidad de una empresa viene definido por cinco fuerzas, a continuación, se analizará cada una de las mismas para Whirlpool Corporation:

1) **Amenaza de Competidores:** Los nuevos participantes en el negocio de electrodomésticos traen innovación, nuevas formas de hacer las cosas y ejercen presión sobre Whirlpool Corporation a través de una estrategia de precios más bajos, reduciendo costos y brindando nuevas propuestas de valor a los clientes. Por lo tanto, la firma tiene que gestionar todos estos desafíos y construir barreras efectivas para salvaguardar su ventaja competitiva.

La manera que tiene la compañía de abordar esta amenaza es a través de la continua innovación en productos y servicios, construyendo economías de escala para poder reducir los costos fijos por unidad producida e invirtiendo gran parte de sus ganancias en inversión y desarrollo.

Asimismo, es menos probable que nuevos entrantes entren a una industria en donde existen varios actores establecidos como Whirlpool Corporation que definen estándares con regularidad, ya que esto reduce significativamente la ventana de ganancias extraordinarias, y por lo tanto, desalienta a los nuevos jugadores de la industria.

2) **Poder de negociación de los proveedores:** La mayoría de las compañías que operan en la industria de electrodomésticos compran las materias primas para la producción a numerosos y diversos proveedores. Aquellos proveedores que tengan una posición

dominante pueden llegar a tener un impacto en los márgenes de Whirlpool Corporation, pero los que no, pueden ser reemplazados fácilmente sin tener que sacrificar márgenes.

Para limitar el poder de negociación de los proveedores, Whirlpool construye una cadena de suministro eficiente con múltiples proveedores y experimenta diseños de productos utilizando diferentes materias primas para poder reemplazarlas en el caso que suba el precio de alguna. Como desafío la firma podría desarrollar proveedores dedicados, cuyo negocio dependa únicamente de Whirlpool.

3) **Poder de negociación de los compradores:** Los compradores que operan en la industria de electrodomésticos son muy exigentes y quieren comprar el mejor producto pagando el menor precio posible, este fue un factor que viene ejerciendo presión sobre la rentabilidad de Whirlpool. Cuanto más pequeña y poderosa sea la base de clientes de la firma, mayor será el poder de negociación de los clientes y mayor será su capacidad para buscar descuentos y ofertas cada vez mayores.

Para quitarle poder de negociación a sus clientes y poder optimizar sus procesos de producción y ventas Whirlpool debe construir una gran base de clientes. Por otro lado, los clientes frecuentemente buscan descuentos y ofertas en productos ya establecidos, mediante la rápida y constante innovación de productos la firma puede reducir el poder de negociación de sus compradores.

4) **Rivalidad entre competidores:** Whirlpool Corporation opera en una industria de electrodomésticos muy competitiva, la competencia afecta a la rentabilidad general a largo plazo de la organización dado que los competidores compiten por precio.

Para poder abordar la intensa rivalidad de la industria en la que opera la firma debe construir una diferenciación de producto sostenible en el tiempo, teniendo la mejor posición de costos a través de la producción a gran escala y por último a través de la colaboración de la competencia para aumentar el tamaño de mercado en lugar de tener que competir en un mercado pequeño.

5) **Amenaza de productos o servicios sustitutos:** Cuando un nuevo producto o servicio satisface las necesidades de un cliente similar de diferentes maneras, la rentabilidad de la industria se ve afectada. La amenaza de un producto o servicio sustituto es alta si ofrece una propuesta de valor que sea únicamente diferente de las ofertas actuales de la industria, dado que Whirlpool opera en un mercado en donde existe mucha tecnología e inversión en investigación y desarrollo, la firma se encuentra muy expuesta a esta amenaza.

Para poder mitigar esta amenaza la firma debe estar orientada al servicio en lugar de solo a al producto (como por ejemplo al lanzamiento de detergente Swash con la aplicación digital

que controla los niveles de consumo y genera una reposición automática cuando se termina) y debe entender la necesidad principal del cliente.

5. IMPACTO Y POSIBLES IMPACTOS FUTUROS DEL COVID-19

- Paradas y desaceleraciones de la producción debido a la pandemia, así como a pedidos gubernamentales relacionados con esta, y escasez de oferta o mano de obra, en grupos individuales o colectivos de fábricas en los países afectados, que podrían en el futuro resultar en mayores costos y disminución de la eficiencia, afectando la capacidad de la firma para responder a cambios rápidos en la demanda.
- Incertidumbre con respecto al tiempo para que las instalaciones de producción de la firma vuelvan a la velocidad operativa y a la capacidad de producción prepandémicos.
- Falta de disponibilidad de los materiales de la cadena de suministro.
- Disminuciones en el volumen de ventas, reestructuración financiera o insolvencia de clientes comerciales potenciales y aumentos en los saldos de cuentas por cobrar.
- Interrupción significativa de los mercados financieros globales, que impactó negativamente en la capacidad de la firma de acceder al mercado de capitales y que, junto con los impactos operativos señalados anteriormente, requirieron de ciertas acciones de creación y preservación de liquidez como medida de precaución en el 2020.
- Incertidumbre con respecto a la aplicación de la legislación de estímulo económico en los Estados Unidos y en el extranjero.
- Riesgo operativo, que incluye, entre otros, la privacidad de los datos y incidentes de ciberseguridad (resultado de los arreglos de trabajo remoto), retrasos operativos (licencia de los empleados y acciones de vacaciones colectivas en ciertos países), y las restricciones en los viajes de los empleados.
- Investigaciones potenciales, reclamos legales o litigios contra la firma por acciones que tomó o puede tomar en el futuro como consecuencia de la pandemia
- Posibles retrasos en la resolución de asuntos legales pendientes como resultado de cierres y retrasos judiciales, administrativos y de otro tipo en muchas de las regiones.

La exposición general a COVID fue moderada y muchos operadores han obtenido mejores resultados de lo esperado inicialmente. Los impactos de COVID dieron como resultado un mayor número de consumidores que se quedan en casa, lo que ha redirigido los presupuestos de salir a cenar y viajar a inversiones en el hogar. Este cambio en el comportamiento de los consumidores compensó parcialmente la menor demanda provocada por la recesión.

Los impactos de una economía global más débil después de la pandemia podrían persistir a medida que finalice la estimulación del gobierno si el desempleo es alto. Esto podría conducir a una menor demanda a medida que se retrase el reemplazo de los artículos de mayor precio, como lavadoras y refrigeradoras.

6. ANÁLISIS FINANCIERO

Principales Ratios		2016	2017	2018	2019	2020
Ratios de Rentabilidad	ROE	16,2%	6,6%	-5,0%	29,1%	22,3%
	ROA	7,1%	5,7%	1,6%	6,0%	7,9%
	Margen Bruto	17,8%	16,9%	16,8%	17,3%	19,8%
	Margen Operativo	6,6%	5,3%	1,3%	5,6%	8,3%
	Margen Neto	4,5%	1,6%	-0,8%	5,9%	5,5%
Ratios de Actividad	Rotación de Activo	1,08	1,06	1,20	1,08	0,95
	Días de Inventario	56	62	53	53	54
	Días de Cuentas por Cobrar	48	46	38	39	58
	Días de Cuentas por Pagar	95	99	94	98	113
Ratios de Liquidez	Liquidez Corriente	0,96	0,93	0,77	0,88	1,10
	Prueba Ácida	0,62	0,58	0,49	0,59	0,82
	Ciclo de Conversión de Efectivo	9	8	-2	-6	-1
Ratios de Endeudamiento	DF Bruta/EBITDA	2,2	2,9	6,5	2,9	2,5
	(Deuda Financiera-Caja)/EBITDA	1,7	2,2	4,9	1,8	1,1
	EBITDA/Intereses financieros	12,6	11,0	4,8	9,2	11,6
	Deuda Financiera/Pasivo	44%	50%	65%	55%	53%
	Deuda Financiera/Patrimonio Neto	78%	102%	188%	121%	112%

Tabla N° 1 – Elaboración propia, fuente: Informe de resultados anual reportado por la compañía.

6.1 Rentabilidad

Resultado Bruto y Margen Bruto

Durante los últimos 5 años la firma presentó márgenes brutos estables alrededor de 18% debido a que la firma no depende de una única materia prima o proveedor para la producción y a que adapta su producción a la disponibilidad y a los precios de las mismas.

No obstante, en el gráfico a continuación, se puede observar que durante los últimos años el margen bruto viene aumentando debido a iniciativas de reducción de costos lleva a cabo por la compañía dado que uno de sus objetivos a largo plazo es tener la mejor posición de costos.

En el ejercicio 2020 el margen bruto aumento de 17% a 20%, siendo este último, el porcentaje de margen bruto más elevado que tuvo la firma en los últimos 5 años. Esto fue principalmente impulsado por iniciativas de reducción de costos que adopto la firma durante la pandemia, un impacto positivo en el mix vendido (precio/producto), deflación de las materias primas y ganancias de “sale-leaseback”.

El sale-leaseback se relaciona con terrenos y edificios vendidos que arrojaron un ahorro de USD 113 MM (USD 74 MM en costos de mercadería vendida y 39 MM en gastos de comercialización y administración).

Esto fue parcialmente compensado por un tipo de cambio desfavorable en la mayoría de las regiones y menores volúmenes vendidos.

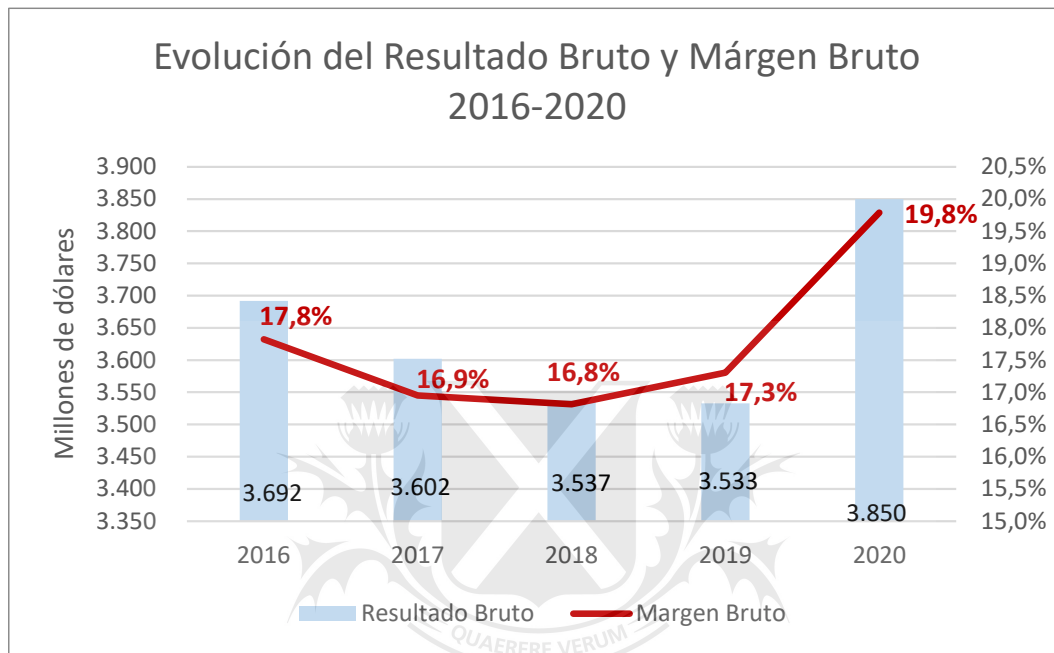


Gráfico Nº 28- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

EBIT y Margen Operativo

La firma presenta márgenes operativos promedio, alrededor de aproximadamente 5%-6%, los mismos pueden variar dependiendo del tipo de cambio de cada región, el precio de las principales materias primas de producción, el mix precio/producto, y mejoras en la optimización de costos.

En el 2017 los márgenes operativos y el EBIT tuvieron un deterioro principalmente debido a un incremento en el precio de las materias primas en todas las regiones que generaron mayores costos de mercaderías vendidas, una desmejora en el mix precio/producto en EMEA y gastos de reestructuración de USD 275 MM incurridos por la empresa para disminución de costos futuros.

No obstante, la fuerte caída del EBIT y de los márgenes operativos se dio en el 2018, debido a costos de deterioro del fondo de comercio y otros intangibles (valor libros de activos de largo plazo mayor a estimación de los flujos de efectivo descontados que puede generar el activo) relacionados con la región EMEA. Dicho monto ascendió a USD 747 MM.

Luego de ese año, se puede observar un crecimiento del EBIT y de los márgenes operativos de la firma, debido a mejoras en los márgenes operativos y en el EBIT de todas las regiones (con excepción de Asia).

En el 2019 si bien las ventas totales tuvieron una caída del 3% debido a menores volúmenes de ventas, los márgenes operativos tuvieron un incremento vs el ejercicio 2018 y 2017. Dicho incremento fue dado por una mejora en el mix precio/producto, y acciones de reducción de costos (principalmente en la región de EMEA). Esto fue parcialmente compensado por una inflación de los principales costos en la región de América del Norte (materias primas, tarifas, costos de flete, etc) y un tipo de cambio desfavorable.

En el 2020, a pesar de la pandemia y de los menores volúmenes vendidos, el EBIT y los márgenes operativos siguieron en su tendencia alcista debido a planes de reducción de costos que llevo a cabo la compañía, un mejor mix de precio/producto vendido y a una disminución en los costos de las principales materias primas. Esto fue parcialmente compensado por un tipo de cambio desfavorable.

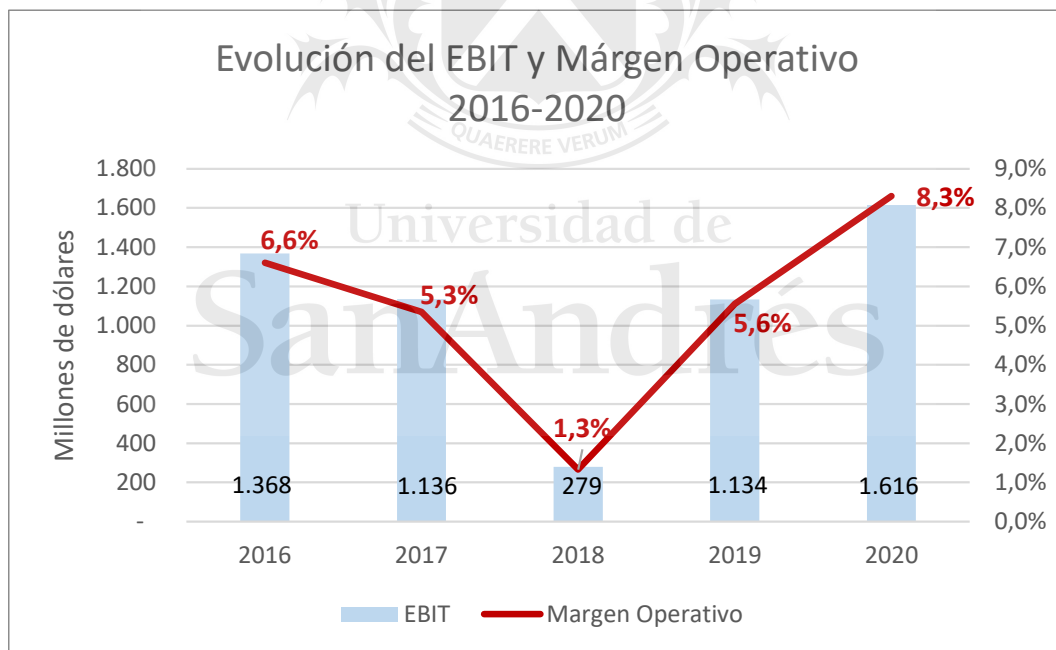


Gráfico Nº 29- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

EBIT y Márgenes operativos por región

AMÉRICA DEL NORTE

Como puede observarse en el siguiente gráfico, el margen operativo de la región Norte América viene subiendo desde el 2019 debido a un impacto favorable del mix

precio/producto vendido. En el ejercicio 2020, este ratio se incrementó 3 puntos debido también a un menor costo de materias primas y acciones de reducción de costos que llevó a cabo la compañía. No obstante, esto fue parcialmente compensado por una reducción en los volúmenes vendidos.

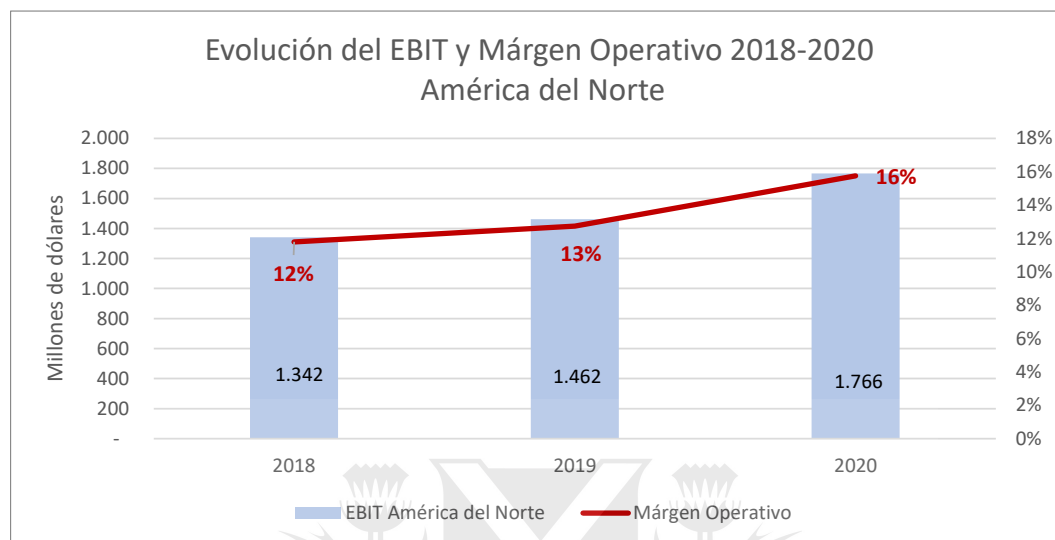


Gráfico Nº 30- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

EMEA

Si bien la región de EMEA presenta márgenes operativos bajos, se puede observar una mejoría en los últimos dos años debido a planes de reducción de costos llevado a cabo por la compañía que mejoraron la estructura de costos fijos en la región. En el 2020, esta mejora de costos fue acompañada de una reducción de los precios de las principales materias primas para la producción de electrodomésticos lo que permitió que, en este último año, los márgenes operativos y el EBIT reportados por la región sean positivos (0,05% y USD 2 MM respectivamente).

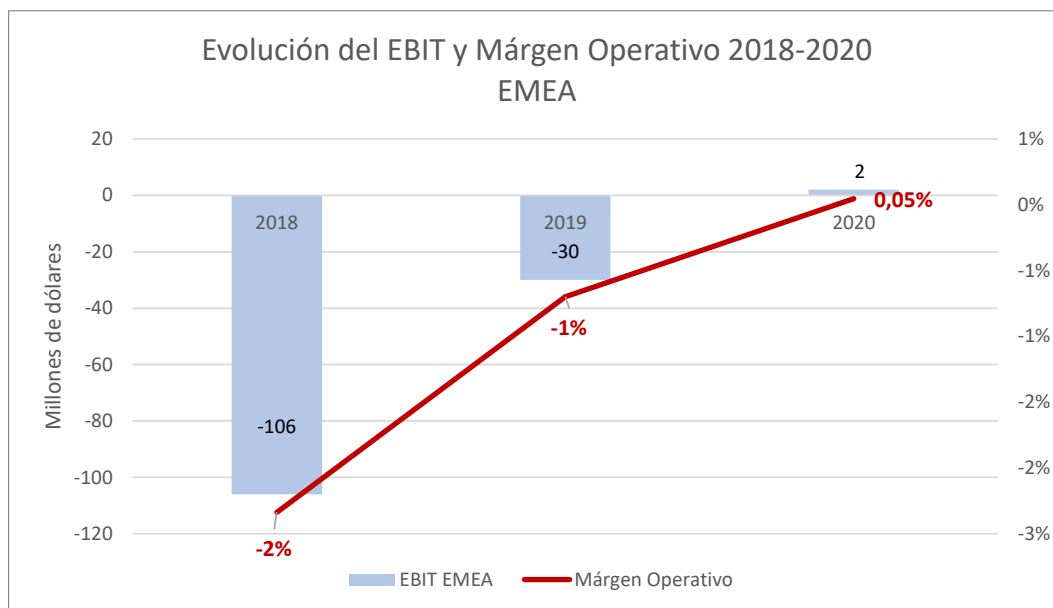


Gráfico Nº 31 - Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

AMÉRICA LATINA

Los márgenes operativos de América Latina presentan fuerte ciclicidad debido a que el tipo de cambió de la región presente una fuerte variabilidad. En el 2019 los márgenes operativos tuvieron una disminución de un punto debido a la venta del negocio de compresores de Embraco y a un tipo de cambio desfavorable. No obstante, en el 2020 los márgenes tuvieron una mejora, y pasaron de 5% en 2019 a 8% en 2020, esto fue, por un impacto positivo del mix precio/producto vendido, un menor precio de materias primas y mayores volúmenes vendidos. Esto fue parcialmente compensado por la venta del negocio de compresores de Embraco y el impacto de un tipo de cambio desfavorable.

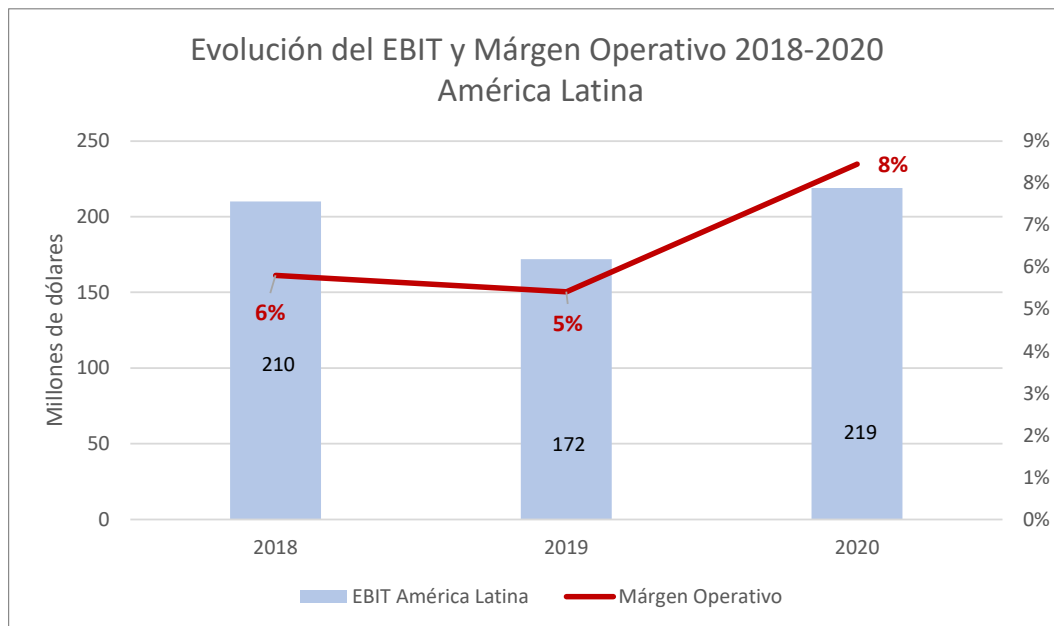


Gráfico Nº 32- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

ASIA

Como se observa en el siguiente gráfico, los márgenes operativos de Asia vienen disminuyendo desde el 2019 debido principalmente a una desmejora en mix precio/producto vendido.

En el 2019 la desmejora del EBIT se dio por un deterioro en el mix precio/producto vendido y mayores inversiones en marcas en China. Esto fue parcialmente compensado por incrementos en los volúmenes vendidos y mayor productividad en los costos de India.

En 2020 el EBIT siguió disminuyendo por el empeoramiento en el mix precio/producto y a menores volúmenes vendidos, debido a la pandemia global que afectó fuertemente a la región. Esto fue parcialmente compensado por acciones para disminuir los costos fijos y un menor valor de las principales materias primas utilizadas para la producción.

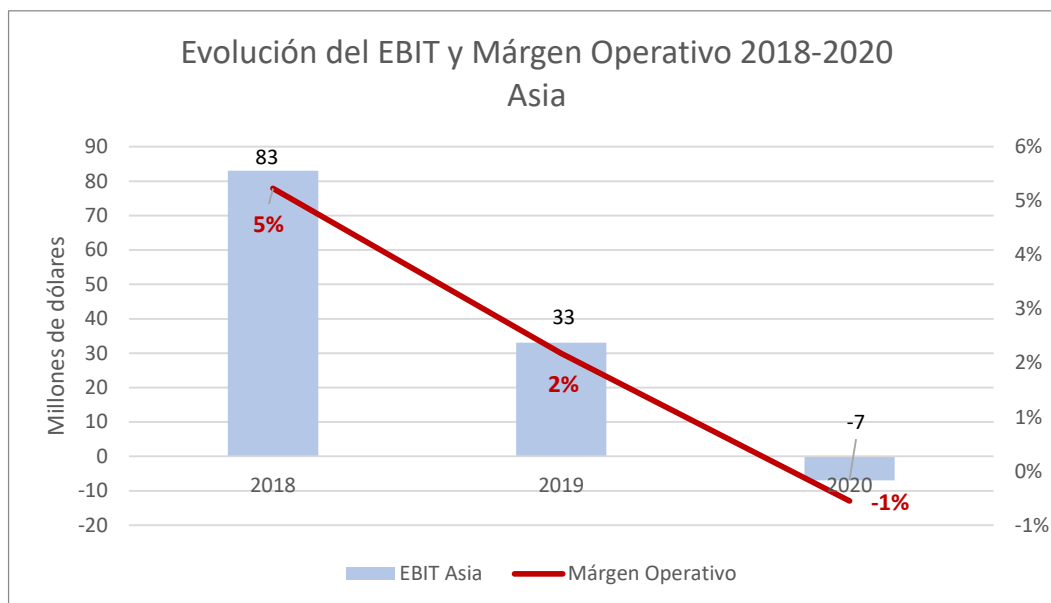


Gráfico Nº 33- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

ROA y ROE

El ROA es un ratio que nos indica la rentabilidad total de los activos de la empresa, se calcula dividiendo el EBIT por los activos totales de la empresa.

El ROA promedio de la firma se encuentra alrededor del 6%, siendo el EBIT el factor determinante más relevante del mismo dado que el activo de la firma durante los últimos 5 años se mantuvo relativamente constante

En el 2018 el ROA tuvo un mínimo debido a una caída en el EBIT del 75% dada por costos de deterioro de fondos de comercio y otros intangibles.

El ROE por otro lado, mide la relación entre el resultado neto de la empresa y su patrimonio neto.

En el 2018 el ROE fue negativo debido a que el resultado neto de la empresa también lo fue. generado principalmente por menores resultados operativos. Por el contrario, en el 2019, este tuvo un pico de aproximadamente 30% debido a un crecimiento en el resultado neto generado por mejores resultados operativos e ingresos por la venta del negocio de compresores de Embraco (USD 511 MM). Esto fue parcialmente compensado por una pérdida de USD 74 MM relacionada a los cargos por la venta del negocio de Sudáfrica y los costos asociados con la salida de operaciones de ventas nacionales en Turquía

Todo esto genero un mayor resultado neto en el 2019 que aumento sustancialmente el ROE.

En el 2020 el ROE disminuyó debido a que el resultado neto del ejercicio, comparado con el 2019, fue menor a pesar de que el EBIT tuvo un incremento. Esta disminución en el resultado neto con respecto el ejercicio anterior se dio principalmente porque en el anterior habían tenido los ingresos por la venta del negocio de compresores de Embraco y menor ingresos por intereses y diversos.

No obstante, en el ejercicio 2020 hubo una ganancia de USD 7 MM, relacionada a ajustes finales del precio de compra en la venta del negocio de compresores de Embraco.

Como conclusión, a pesar de que la pandemia generó una caída en los volúmenes de venta la empresa, la misma pudo llegar a mejores resultados operativos y resultado neto debido a los esfuerzos por reducir costos implementados por la compañía, menores costos de materias primas y una mejora en el mix precio/producto vendido.

Esto generó que los principales ratios de rentabilidad estén por encima de los niveles prepandémicos.

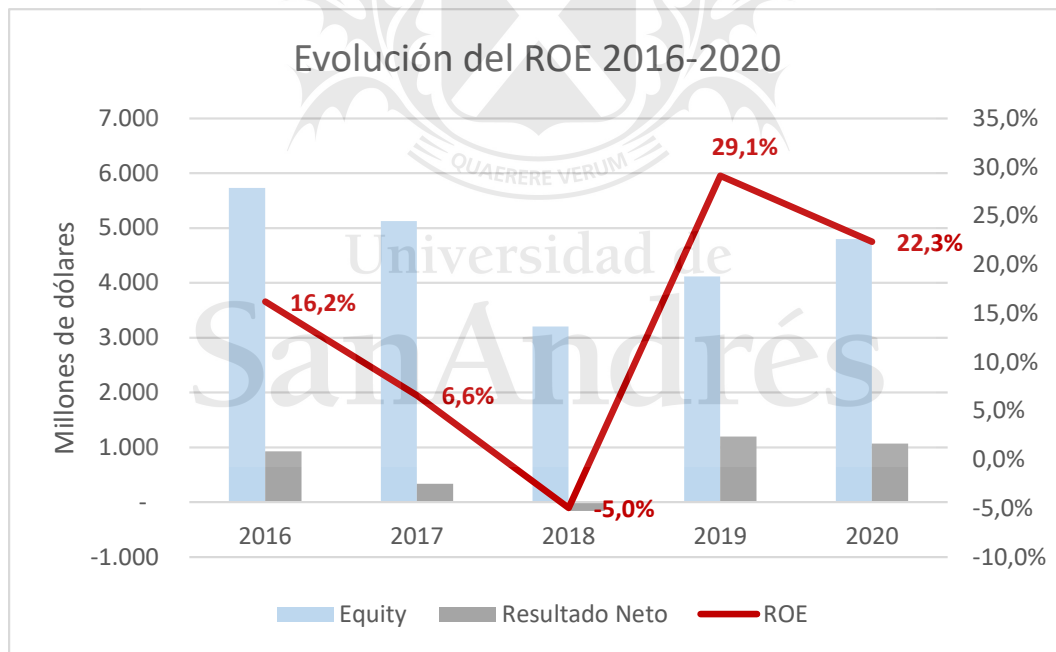


Gráfico Nº 34- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

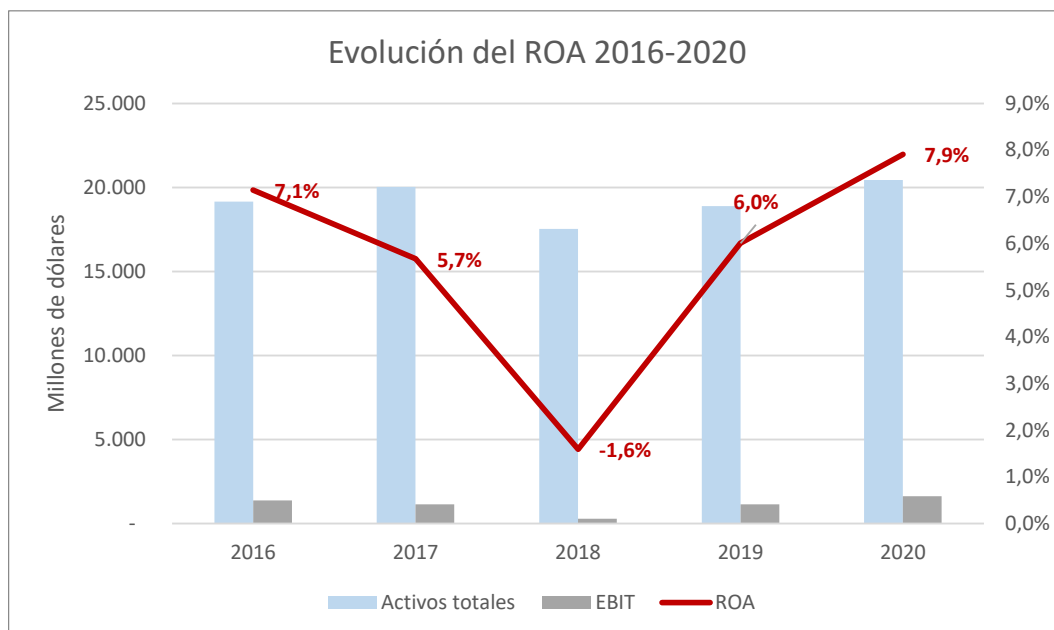


Gráfico Nº 35 - Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

Análisis de Du Pont

El objetivo del Dupont es averiguar cómo se están generando las ganancias o pérdidas. Se puede observar que el apalancamiento tiene un rol importante en la formación del ROE, ya que en el último año un 95% se encuentra explicado por este. Esto se debe al gran peso en activo fijo que posee la empresa en propiedad, planta y equipo, activos intangibles (como marcas y patentes) y también el goodwill que hace referencia a su buena reputación. Además, la recompra de acciones juega un papel importante en la cifra final del ROE, porque reduce la cantidad de capital. De hecho, en el 2019 y 2020 las acciones de tesorería acumuladas se ubicaban en USD 4,975 MM y USD 5,065 MM, respectivamente.

DU PONT					
	2016	2017	2018	2019	2020
Margen neto	0,04	0,02	- 0,01	0,06	0,06
Rotacion de activos	1,08	1,06	1,20	1,08	0,95
Apalancamiento	3,34	3,91	5,47	4,58	4,26
ROE DUPONT	16%	7%	-5%	29%	22%

Tabla Nº 2- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

6.2 Actividad

Rotación de activos

Este indicador financiero mide el grado de eficiencia en la administración y gestión de los activos de una empresa.

La firma presenta un ratio de rotación de activo cercano a 1, esto quiere decir, que en promedio los activos de la firma rotan 1 vez al año y que en la mayoría de los años el activo lograr superar a las ventas en más de una vez. Esto, a excepción del ejercicio 2020 en donde las ventas disminuyeron considerablemente, a pesar de las inversiones en activos que realizó la firma, debido a una caída en los volúmenes vendidos generada por el COVID-19.

En el 2018 el ratio aumento principalmente debido a una caída en la propiedad planta y equipo por una venta de propiedades de la región Latinoamérica que la firma realizó en dicho ejercicio.

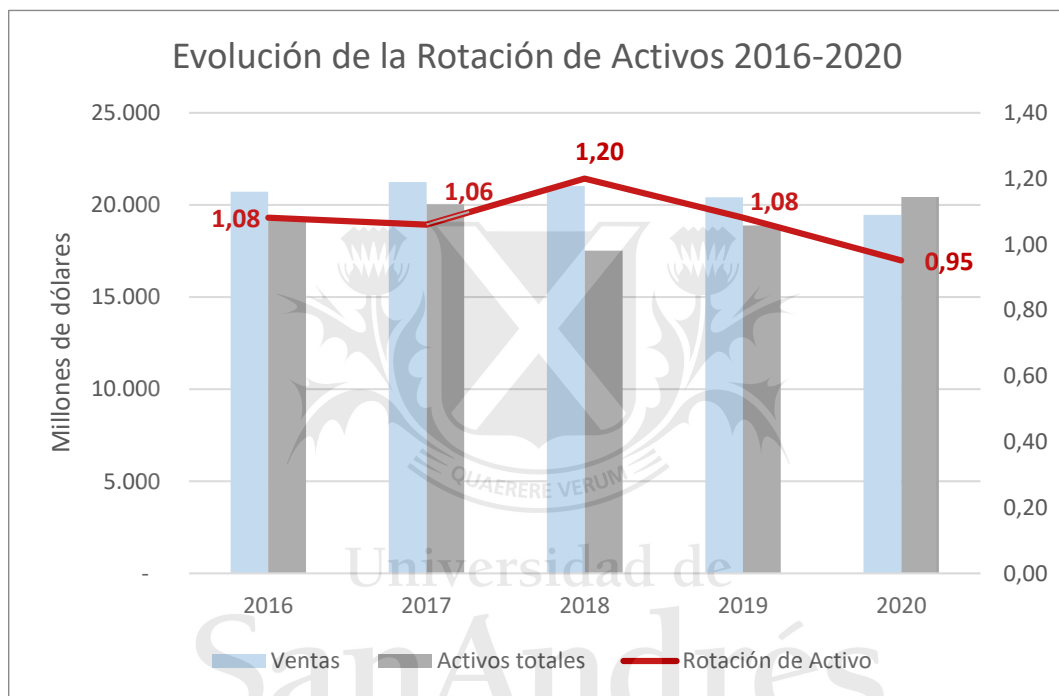


Gráfico N° 36- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

Días de inventario

Este ratio relaciona el costo de ventas con los inventarios, y da cuenta el número de veces que se renuevan las existencias. Durante los últimos 5 años la empresa mantuvo relativamente estables los días de inventario alrededor de 50 y 60 días.

El pico más alto se da en el 2017 debido a un incremento en el valor de los inventarios, si bien el CMV también aumento debido a la inflación de materias primas, el incremento del mismo fue menor.

En el 2020 el CMV cae debido a una disminución en los volúmenes de venta y a menores costos de materia prima. Por su parte, el valor de los inventarios disminuyó un 2% menos por lo que los días de inventario pasaron de 53 a 54.

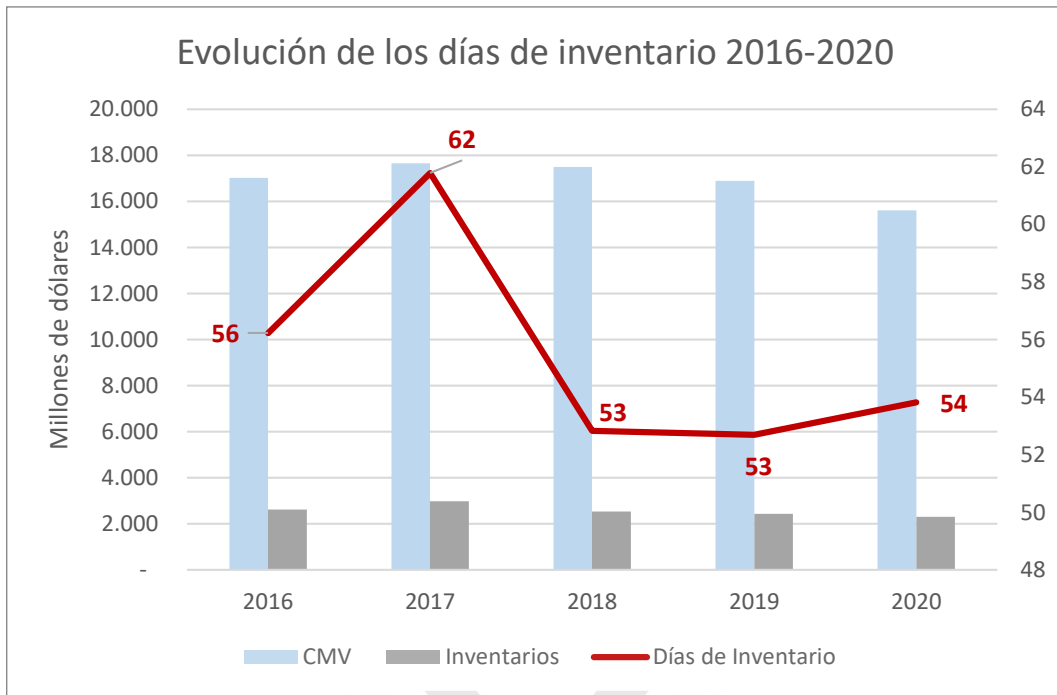


Gráfico Nº 37- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

Días de cuentas por cobrar y días de cuentas por pagar

El ratio de cuentas por cobrar muestra la cantidad de días promedio que la compañía demora en cobrar por las mercaderías que vende, mientras que el ratio de cuentas por pagar muestra la cantidad de días promedio en que la compañía le paga a sus proveedores.

En los gráficos a continuación se puede observar que la firma presenta un plazo de cobro de 40/60 días mientras que los plazos de pagos varían de 95/100 días. Esto es favorable para el capital de trabajo, y, por ende, para el cash-flow de la compañía porque la misma cobra antes sus ventas que sus pagos.

En el ejercicio 2020, debido a la pandemia puede observarse que la firma estiro sus días de pago a proveedores y vendió un plazo mayor como estrategia para aumentar los volúmenes vendidos.

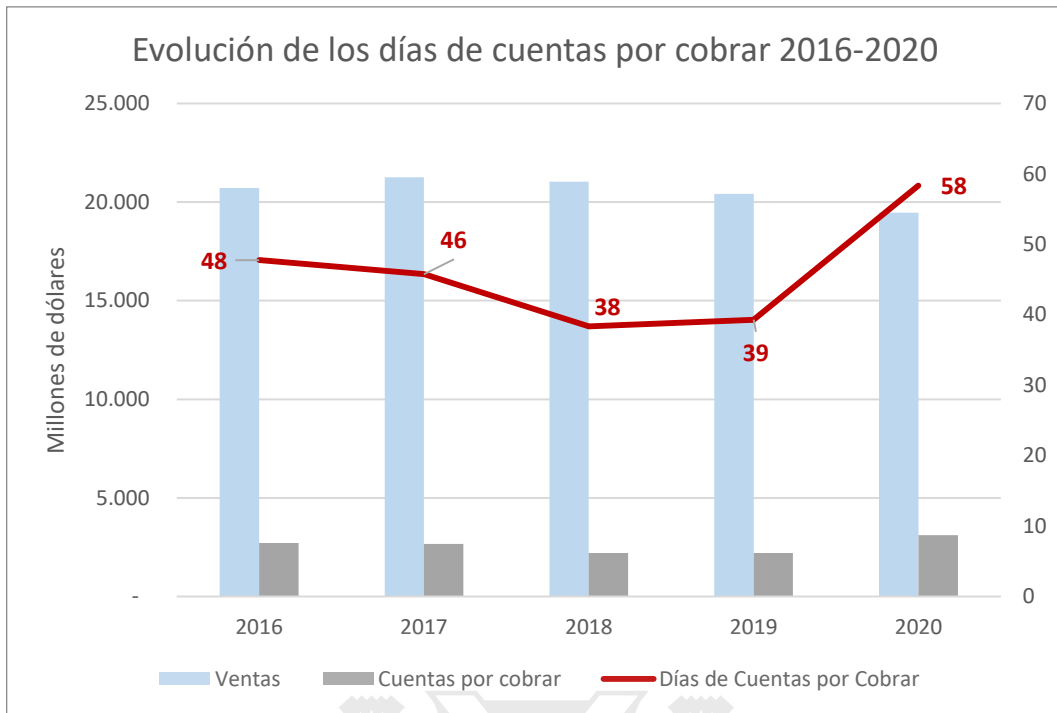


Gráfico Nº 38- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

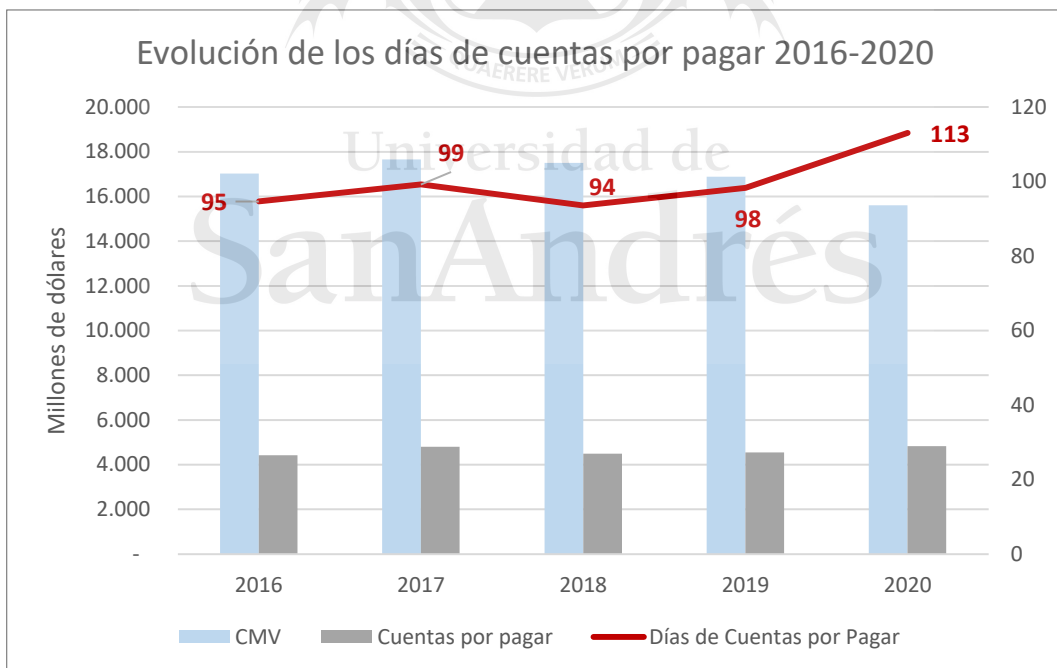


Gráfico Nº 39- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

Ciclo de conversión de efectivo

Al analizar los días de inventario, de cuentas por cobrar y de cuentas por pagar podemos observar que en la mayoría de los ejercicios la firma posee un ciclo de conversión de efectivo

bajo y que logra cobrar antes de pagarle a sus proveedores, o prácticamente al mismo tiempo. En el 2018, 2019 y 2020 el ciclo de conversión de efectivo fue de -2, -6 y -1.

Ciclo de Conversión de efectivo						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Días de Inventario	55	56	62	53	53	54
Días de Cuentas por Cobrar	44	48	46	38	39	58
Días de Cuentas por Pagar	93	95	99	94	98	113
Ciclo de Conversión	6	9	8	-2	-6	-1

Tabla N° 3 Elaboración propia, fuente: Informe de resultados anual reportado por la compañía.

6.3 Liquidez

Liquidez Corriente

El ratio liquidez corriente o conocido como “current ratio” en inglés, se obtiene dividiendo el activo corriente sobre el pasivo corriente, de esta manera, podemos observar la proporción del pasivo corriente que es cubierta por el activo corriente.

En el gráfico a continuación se puede observar que la firma presenta un ratio de liquidez cercano a 1 todos los años.

En el año 2018 tuvo el mínimo de los últimos 5 años debido, principalmente, a un aumento del pasivo corriente generado por un incremento en los préstamos bancarios.

Asimismo, en el 2020 el ratio de liquidez corriente alcanza a su máximo de los últimos cinco años debido a un incremento en la caja y a un aumento en las cuentas por cobrar.

La mayor caja viene dada por un incremento en el cash-flow generado por la compañía en el ejercicio 2020, debido a menores necesidades de financiar capital de trabajo y a una disminución en el efectivo utilizado para actividades de financiamiento. Este último refleja principalmente mayores ingresos por emisión de deuda y menores pagos de deuda a largo plazo.

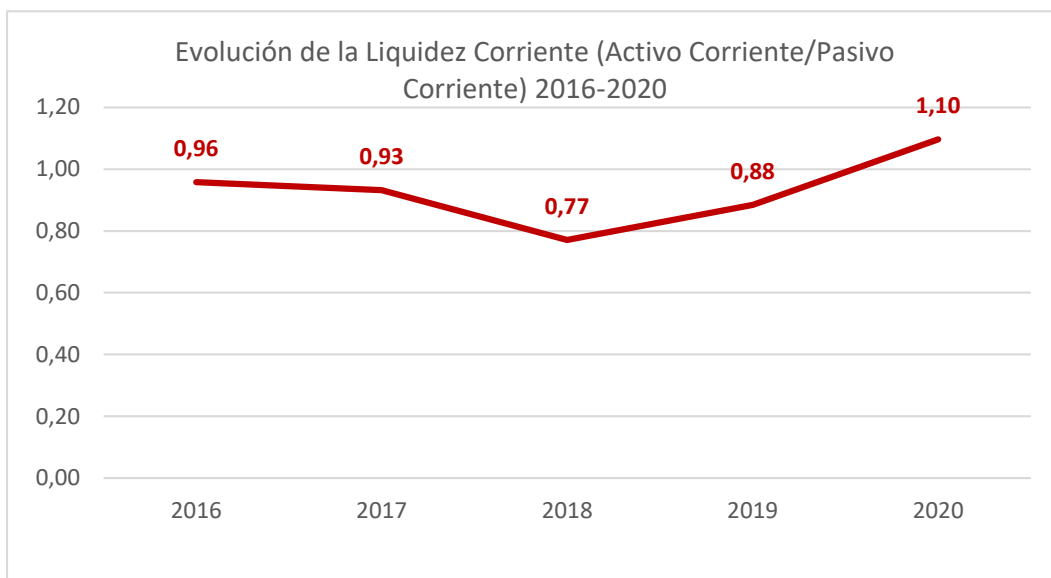


Gráfico Nº 40- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

Prueba ácida de liquidez

Si queremos obtener el ratio de Prueba Ácida, al activo corriente debemos restarle el inventario, para luego dividirlo por el pasivo corriente. El inventario se suele no contemplar, para evitar considerar partidas que pueden ser difíciles de convertir en efectivo rápidamente. En el caso de Whirlpool podemos observar que si bien el ratio cae (naturalmente porque hay un elemento menos en el activo corriente), esta caída, no es significativa.

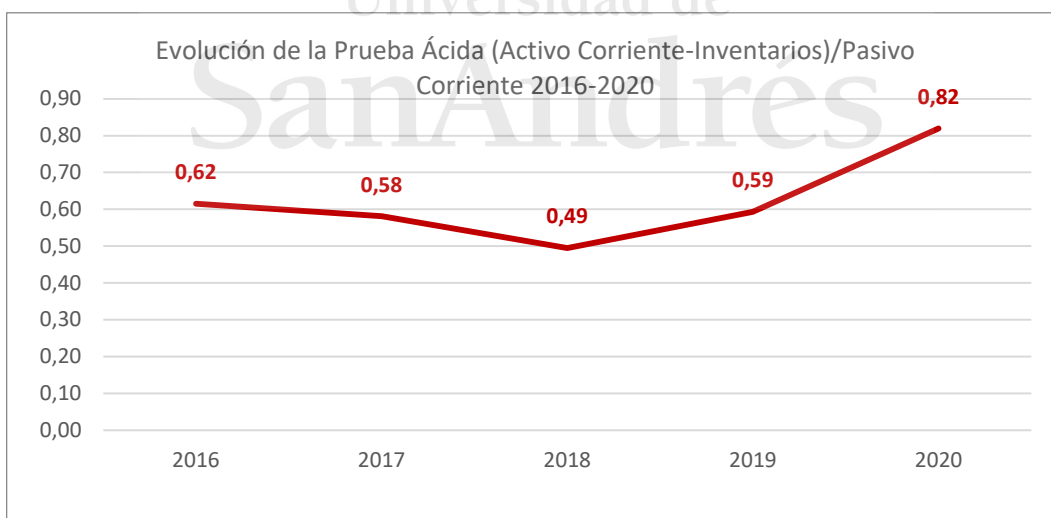


Gráfico Nº 41- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

6.4 Endeudamiento

La deuda financiera de la firma se encuentra compuesta por documentos por pagar de corto plazo y senior notes. El 94% de la deuda total se encuentra en el largo plazo y compuesta por bonos con vencimientos hasta el 2050.

A su vez, los documentos por pagar, que consisten en préstamos a corto plazo pagaderos a bancos o papeles comerciales, se utilizan generalmente para financiar los requisitos de capital de trabajo.

La deuda financiera representa aproximadamente un 35% del pasivo total y un 70% del pasivo no corriente.

MM USD	2019	2020
Senior Note - 0.63%, maturing 2020	561	0
Senior Note - 4.85%, maturing 2021	300	300
Senior Note - 4.70%, maturing 2022	300	300
Senior Note - 3.70%, maturing 2023	250	250
Senior Note - 4.00%, maturing 2024	300	300
Senior Note - 3.70%, maturing 2025	350	350
Senior Note - 1.25%, maturing 2026	556	606
Senior Note - 1.10%, maturing 2027	667	727
Senior Note - 0.50%, maturing 2028	0	607
Senior Note - 4.75%, maturing 2029	692	693
Senior Note - 5.15%, maturing 2043	249	249
Senior Note - 4.50%, maturing 2046	496	497
Senior Note - 4.60%, maturing 2050	0	493
Otros	-22	-15
Menos Vencimientos de CP	-559	-298
Total Deuda Largo Plazo	4140	5059

Tabla N° 4- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

Documentos por pagar		
MMUSD	2019	2020
Papeles comerciales	274	0
Préstamos Bancarios de CP	20	12
Total	294	12

Tabla N° 5- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

Deuda Financiera Neta/EBITDA

Dicho ratio se calcula restándole a la deuda financiera la caja, para luego dividirlo por el total del EBITDA de la firma. Se considera que la deuda financiera neta es más representativa que

la bruta, porque que la caja es un activo corriente que la compañía puede utilizar para cancelar deuda.

La firma presenta ratios de Deuda Financiera Neta/EBITDA adecuados, menores a 2.0x veces la mayoría de los años, es decir, que su deuda es aproximadamente dos veces su EBITDA.

En el 2018 este ratio fue mayor, dado que el EBITDA tuvo una fuerte caída generada por una pérdida por deterioro de intangibles, y la deuda financiera tuvo un incremento del 16% con respecto al ejercicio anterior por una mayor cantidad de préstamos bancarios de corto plazo. Los mismos pasaron de USD 49 MM en 2017 a USD 1,034 MM utilizados para realizar recompra de acciones. Dicho préstamo fue repagado en el tercer trimestre del 2019 con la venta del negocio de compresores de Embraco.

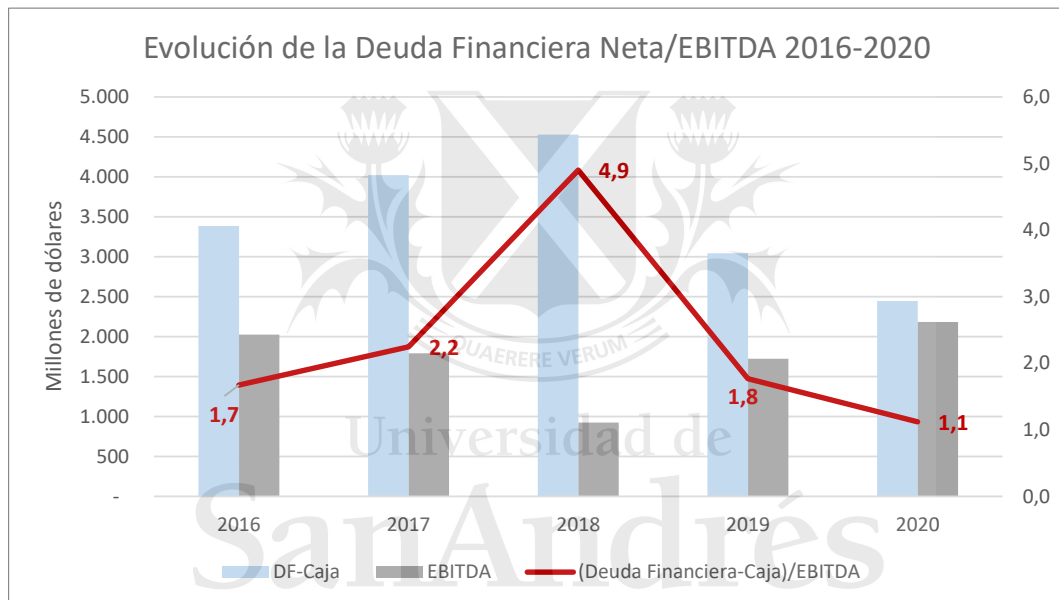


Gráfico Nº 42- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

Deuda Financiera Bruta/EBITDA

Los ratios de Deuda Financiera Bruta/EBTDA se mueven en línea con los ratios de la deuda financiera neta. Son a penas más elevados porque la deuda no está neta de caja, podemos concluir que la firma no opera con mucha caja.

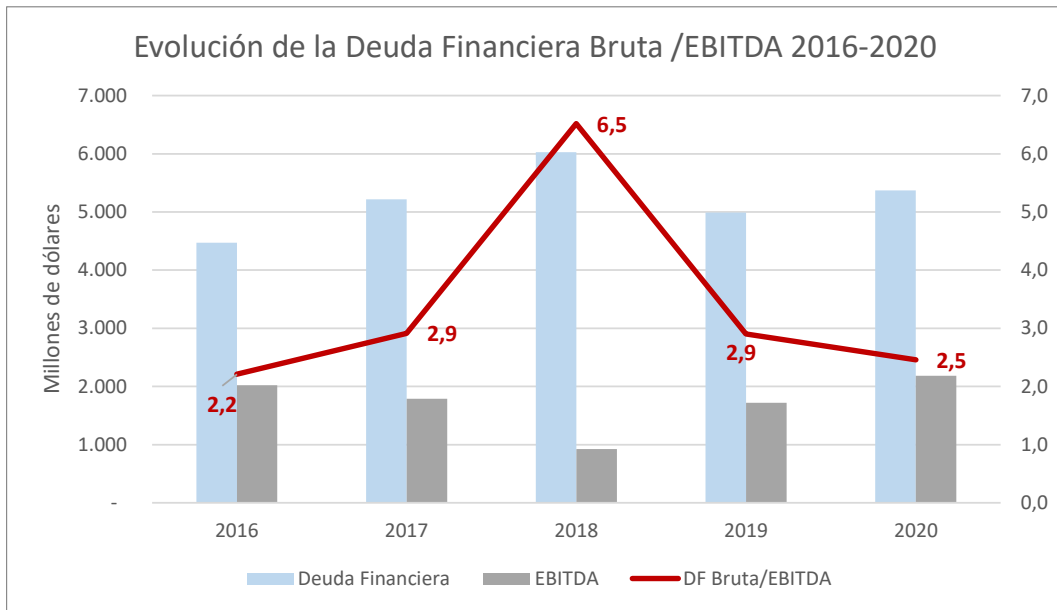


Gráfico Nº 43- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

EBITDA/Intereses Financieros

Dicho ratio es el cociente entre el EBITDA y los intereses financieros, y nos da una idea de cuantos años de vencimientos de intereses de deuda puede afrontar la firma con su EBITDA. En el caso de Whirlpool Corporation, se puede observar que presenta vencimientos de intereses de deuda alisados a lo largo del tiempo relativamente constantes en todos sus ejercicios. Los ratios de EBITDA/Intereses son elevados y se encuentran por encima de 10 veces, a excepción del ejercicio 2018 en donde el EBITDA tuvo una fuerte caída.

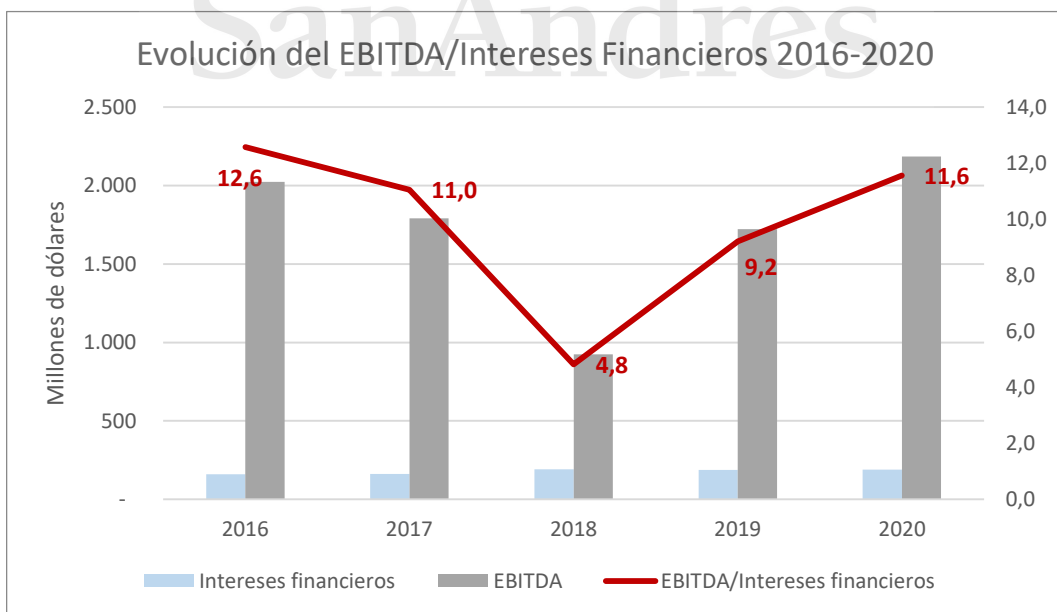


Gráfico Nº 44- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

Deuda Financiera/Pasivo Total:

Este ratio se obtiene dividiendo el total de la deuda financiera (pasivo exigible) por el total del pasivo, es decir, la suma de la deuda financiera y el patrimonio neto. La firma presenta un ratio Deuda Financiera/Patrimonio Neto bajo, ya que se financia principalmente a través de cash generado por actividades operativas. La mayor necesidad de fondos en el ejercicio 2020, fue en mayor medida para repago de deuda.

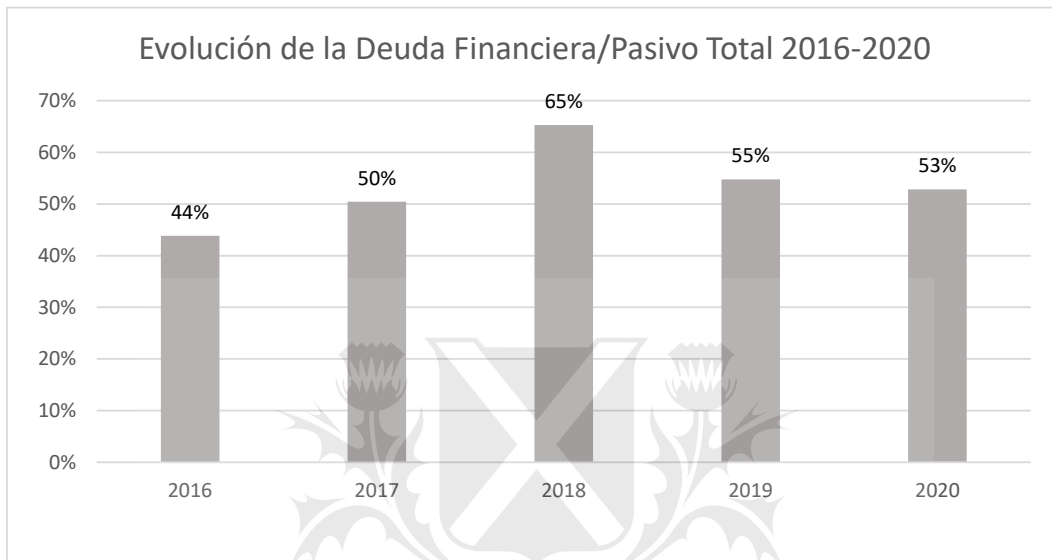


Gráfico Nº 45- Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

Deuda Financiera/Patrimonio Neto:

Este ratio se obtiene dividiendo el total de la deuda financiera (pasivo exigible) por el total del patrimonio neto. La firma presenta un ratio de Deuda Financiera/Patrimonio Neto alto, debido, principalmente a la recompra de acciones que realiza todos los años. Dicha recompra disminuye el activo (a través de una menor generación de caja y equivalentes), y, por ende, el patrimonio neto. En el 2017 se autorizó un programa adicional de recompra de acciones de hasta USD 2.000 millones. Para el año terminado en 2020, Whirlpool recompro 902.000 acciones a un precio de compra de aproximadamente USD 121 millones.

Sin tener en cuenta las pérdidas en el patrimonio neto generadas por las recompras de acciones el ratio de Deuda Financiera/Patrimonio Neto estaría alrededor del 54%, a excepción del 2018 que el Patrimonio Neto fue afectado por resultados operativos negativos de la empresa.

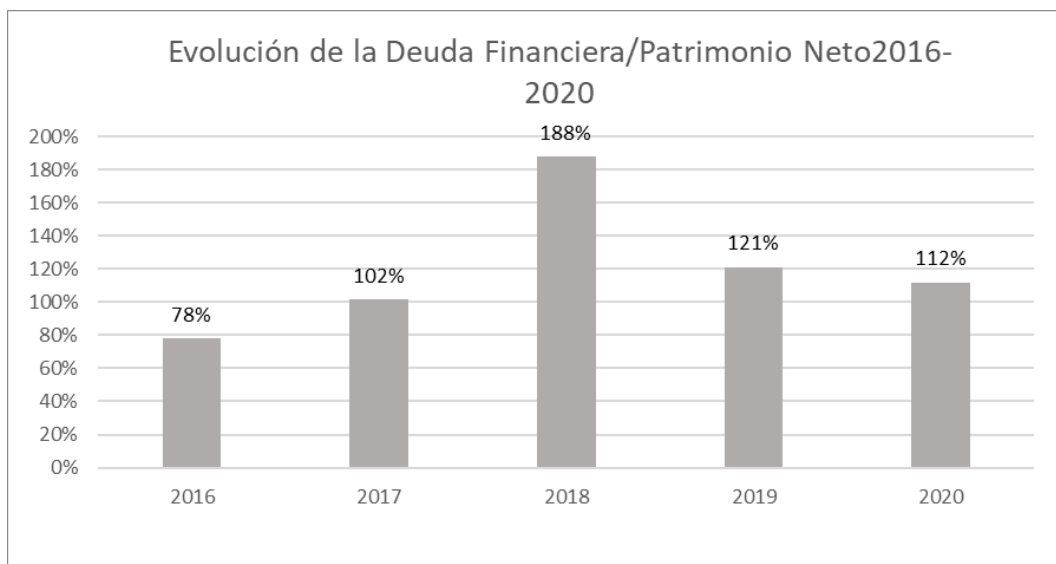


Gráfico N° 46 - Elaboración propia, fuente: Informes de resultados anuales de la compañía.

7. PRINCIPALES COMPARABLES

Principales Comprables		Whirlpool	Electrolux	Haier	LG	Midea
Ratios de Rentabilidad	ROE	22,3%	31,5%	12,3%	10,4%	20,7%
	ROA	7,9%	5,2%	5,0%	6,1%	7,1%
	Margen Bruto	19,8%	19,2%	29,0%	25,8%	25,5%
	Margen Operativo	8,3%	5,0%	5,2%	5,1%	9,4%
	Margen Neto	5,5%	5,7%	4,2%	3,1%	9,5%
Ratios de Actividad	Rotación de Activo	0,95	1,04	0,98	1,21	0,75
	Días de Inventario	54	57	76	63	56
	Días de Cuentas por Cobrar	58	70	55	45	57
	Días de Cuentas por Pagar	113	199	211	124	185
Ratios de Liquidez	Liquidez Corriente	1,10	1,08	1,04	1,15	1,31
	Prueba Ácida	0,82	0,84	0,77	0,78	1,14
	Ciclo de Conversión de Efectivo	-1	-72	-79	-17	-72
Ratios de Endeudamiento	DF Bruta/EBITDA	2,5	2,1	2,8	2,2	3,1
	(Deuda Financiera-Caja)/EBITDA	1,1	-0,3	-0,7	1,0	1,3
	EBITDA/Intereses financieros	11,6	26,3	13,3	14,7	23,3
	Deuda Financiera/Pasivo	53%	49%	37%	38%	42%
Principales Variables (MM USD)	Ventas	19.456	12.641	30.424	53.713	41.451
	EBIT	1.616	630	1.572	2.713	3.896
	EBITDA	2.184	1.040	2.170	4.581	4.404
	Activo Total	20.436	12.120	31.171	44.273	55.212
	Activo Corriente	9.129	7.106	17.506	21.344	37.023
	Pasivo Corriente	8.330	6.564	16.772	18.559	28.213
	Deuda Financiera	5.369	2.199	6.051	9.903	13.857
	Equity	4.795	2.277	10.435	16.111	19.034

Tabla N° 6- Elaboración propia, fuente: reportes anuales de resultados de las compañías.

Electrolux, con sede en Suecia, se considera el par más cercano a Whirlpool Corporation como el único otro operador puro de electrodomésticos. Electrolux tiene una diversificación geográfica más sólida y menos dependiente de América del Norte con el 33% de las ventas totales.

A diferencia de Whirlpool, Electrolux además de ofrecer electrodomésticos pequeños y grandes también ofrece una línea de productos para el cuidado del suelo, calentadoras de

agua, bombas de calor, entre otros. Whirlpool se encuentra más enfocada a la venta de pequeños y grandes electrodomésticos de cocina.

Otro gran competidor es Haier Smart Home (Haier Electronics), con sede en China. Este ofrece lavadoras, calentadoras de agua y otros pequeños electrodomésticos, la firma obtiene la mayor parte de sus ingresos en la región asiática 50% en un mercado en el que Whirlpool tiene poca presencia. No obstante, en Estados Unidos posee el 30% de sus ingresos

Es importante destacar que además de electrodomésticos. Haier tiene un segmento de “Smart Home” en el que provee servicios de valor agregado centrado en electrodomésticos que de manera conjunta generan soluciones de hogar inteligente para distintas necesidades. Este segmento representa aproximadamente un 50% de los ingresos totales de la firma.

LG Electronics es una empresa coreana que ofrece una amplia gama de productos electrónicos, el 40% de sus ventas son en Corea y el 25% en Norte América, la mayor parte de sus ventas proviene de grandes electrodomésticos (heladeras, lavarropas, aires acondicionados y otros), seguido de televisores y móviles de comunicación triplicando las ventas de Whirlpool. No obstante, las ventas del segmento de grandes electrodomésticos son de aproximadamente USD 15.000 MM, lo que se asemeja bastante en monto con las ventas de Whirlpool.

Relativamente nuevo en la industria, LG se ha convertido en un actor relevante en el mercado estadounidense con precios agresivos. Sin embargo, la expansión de la participación en el mercado se ha desacelerado desde el 2018 cuando el Departamento de Comercio de los EE. UU. impuso elevados aranceles a la importación de lavadoras domésticas.

Midea Group, fundado en 1968, es una de las empresas de electrodomésticos más grandes de China, proviniendo el 60% de sus ingresos totales de ventas domésticas y casi triplicando en ingresos netos a Whirlpool. Se dedica a la fabricación y venta de HVAC (calefacción, ventilación y aires acondicionados), grandes y pequeños electrodomésticos y robots y automatización con el 42%, 39% y 19% de las ventas respectivamente.

Si bien Samsung también es un importante fabricante de electrodomésticos grandes, no se incluye como un par. Con USD 218 mil millones en ventas anuales, los electrodomésticos no son un segmento significativo de su cartera general.

8. VALUACIÓN

Para poder estimar el valor intrínseco del capital accionario de Whirlpool Corporation realizaremos la valuación de la firma al 31 de diciembre de 2020 basándonos en las siguientes metodologías:

- Valuación por flujo de fondos descontados (DCF)
- Valuación por múltiplos comparables.

7.1 VALUACIÓN POR FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS

La valuación por flujo de fondos descontados consiste en proyectar los flujos de caja libres de la compañía calculados de la siguiente manera:

EBIT

-Impuestos

+Depreciaciones

-Inversiones de Capital

+/- Variación de capital de trabajo

=Flujo de Fondos disponibles para la firma

Estos fondos luego se descuentan a una tasa de descuento denominada WACC (Costo Promedio Ponderado del Capital), el cual se calcula multiplicando el porcentaje de participación de cada componente del financiamiento por su correspondiente costo financiero. Finalmente se calcula el valor terminal de la firma, porque entendemos que la compañía seguirá operando luego de los diez años que se proyectan.

Matemáticamente el modelo sería:

$$VP_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT_N}{(1+WACC)^N} \text{ con } VT_N = \frac{FCFF_N (1+g)}{(WACC-g)}$$

Donde:

VP_{FF} : Valor Presente de los Flujos de Fondos

$FCFF_t$: Flujo de Fondos Disponible para la firma en el momento "t"

WACC: Tasa de Descuento

VT_N : Valor terminal en el momento "N"

g: Tasa de crecimiento esperada del flujo de fondos a perpetuidad

A partir de dicho valor, deduciéndole la deuda financiera, obtendremos finalmente el valor intrínseco del capital accionario.

7.1.1 Tasa de descuento

Los FCFF deben ser descontados a una tasa de descuento que refleje el valor tiempo del dinero y el riesgo de invertir en el negocio. Para la compañía, la tasa de descuento representa el costo de financiamiento, también llamado costo promedio ponderado del capital (WACC), ya que considera todas las fuentes de financiamiento, ya sea capital accionario como deuda financiera. Para el cálculo de la tasa WACC debe realizarse un promedio ponderado de los retornos requeridos por todos los inversores, tanto accionistas como acreedores financieros, según su participación relativa en la estructura de capital de la empresa.

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d \frac{D}{E + D} (1 - t)$$

Donde:

K_e : Costo del capital accionario

K_d : Costo de la deuda financiera

E: Valor de mercado del capital accionario

D: Valor de mercado de la deuda financiera

t: Tasa impositiva del impuesto a las ganancias

Los FCFF no incorporan ningún flujo de financiamiento. Por este motivo, para el cálculo de la tasa WACC, el costo de la deuda es ajustado para reflejar el ahorro impositivo generado por el pago de los intereses. Este ajuste impacta disminuyendo el costo de la deuda e implica que el WACC es el costo de financiamiento de la compañía después de impuestos.

7.1.2 Costo del capital accionario (K_e)

Para estimar el retorno esperado por el accionista o el costo del capital accionario (K_e), se utiliza el modelo de CAPM (Capital Asset Pricing Model), el cual postula que el costo del capital accionario es igual al retorno de un activo libre de riesgo más una prima proporcional al riesgo sistemático que enfrentan los accionistas. Esta prima se obtiene multiplicado la prima de riesgo del mercado por el coeficiente beta.

$$K_e = R_f + \beta \times MRP$$

Donde:

R_f : Tasa Libre de Riesgo

β : Coeficiente beta (riesgo sistemático)

MRP: Prima de riesgo del mercado

La tasa libre de riesgo es aquella que no cuenta con un riesgo de reinversión ni riesgo de crédito y, a su vez, tiene suficiente liquidez en el mercado. Se utilizó como referencia el rendimiento del bono de EEUU a aproximadamente 10 años con vencimiento en el 2029. Al 31/12/2020 tenía un rendimiento de 1,68% anual.

Coeficiente Beta: Es una medida de riesgos sistemático o no diversificable del capital accionario de una compañía en relación con el mercado. En otras palabras, representa la sensibilidad del activo respecto a los movimientos del mercado. Para el cálculo de este coeficiente, se hizo una regresión lineal entre los retornos mensuales de la acción de Whirlpool y el S&P 500 (desde 1928), el cual arroja un retorno de 1,77%. Teniendo en cuenta que la tasa libre de riesgo es de 0,92% y el promedio de los retornos de mercado 8,29% se obtiene una prima de riesgo de mercado de 7,3%.

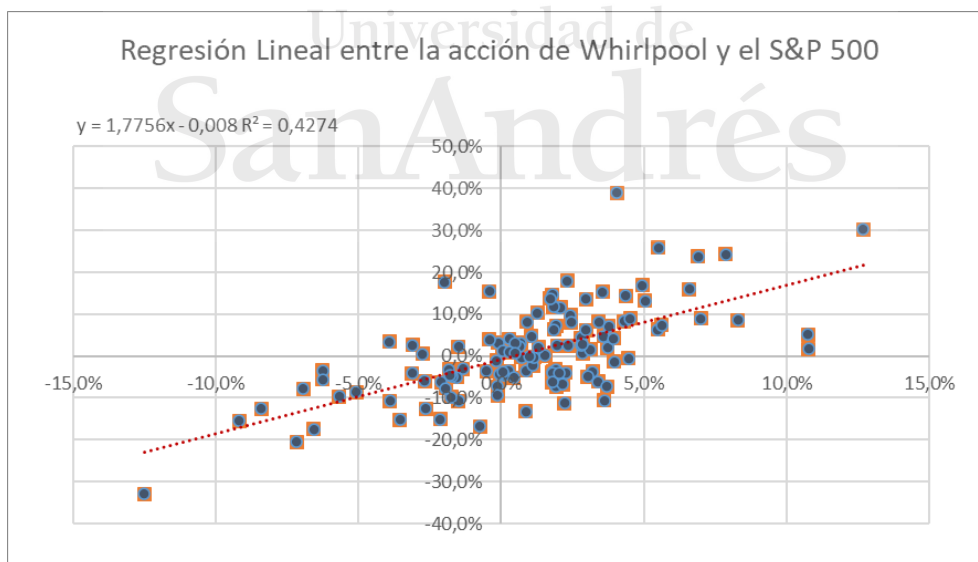


Gráfico N° 47- Elaboración propia, fuente: Bloomberg.

De esta manera, y con todos los datos que componen el costo del capital accionario obtenemos su valor:

$$K_e = R_f + \beta * MRP = 0,92\% + 1,77\% * (8,29\% - 0,92\%) = 14,03\%$$

7.1.3 Costo de la deuda (Kd)

El costo de la deuda (Kd) debe reflejar las expectativas de retorno requeridas por los inversores de deuda de largo plazo de Whirlpool, es por esto que se consideró el rendimiento emitido por Whirlpool el 12/31/20 con vencimiento el 02/26/29 que al 31/12/2020 rendía 1,68%.

	Total (MM)	Porcentaje del Total
Cantidad de acciones	63	
Precio por acción al 31/12/2020	180	
Capital Accionario	11.317	68%
Deuda Financiera	5.369	32%
Valor de la Compañía	16.686	100%

Tabla N° 7- Elaboración propia, fuente: 10k 2020 Whirlpool Corporation y Bloomberg.

Finalmente obtenemos los datos de la estructura de capital de Whirlpool para obtener el WACC.

$$\text{WACC: } 32\% * 1,68\% * (1-21\%) + 68\% * 14,03\% = 9,94\%$$

7.1.4 Valor terminal

Para estimar el cálculo para el valor terminal de Whirlpool se debe estimar la tasa de crecimiento a perpetuidad (g). El cálculo se realizó teniendo en cuenta el crecimiento esperado por el IMF (International Monetary Fund) de la economía de Estados Unidos, debido a que anteriormente se comprobó que las ventas de la firma presentan una fuerte correlación con el crecimiento de la economía de dicho país. Además, se ponderó dicho crecimiento por el 30% dado que el 55% de las ventas de Whirlpool corresponde a ventas de reemplazo, 15% a nuevas construcciones de vivienda y el 30% restante es discrecional (condiciones macroeconómicas de la economía y mejoras y reparaciones de viviendas).

Para calcular el promedio no se tuvo en cuenta el crecimiento proyectado para el 2021 debido a que la base de comparación que representa el 2020 inflaría la valuación por las repercusiones que tuvo el COVID-19 en la economía global.

A su vez para efectuar la conversión de tasa real a tasa nominal, es necesario incluir el efecto inflacionario. Para hacerlo y mantener la consistencia, se tomaron las mismas premisas que para el cálculo del PBI real:

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Crecimiento PBI Real USA	6,4%	3,5%	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%
Crecimiento Esperado Índice de Precios al Consumidor en USA	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%	2,4%	2,2%
Total	8,7%	5,9%	3,9%	4,0%	4,0%	2,2%
Ponderación 30% sobre el total	2,6%	1,8%	1,2%	1,2%	1,2%	0,7%
Promedio: 1,2%						

Tabla N° 8- Elaboración propia, fuente: International Finance Corporation (IFC).

Utilizando un crecimiento del PBI promedio de Estados Unidos del 1,9% y una inflación esperada de 2,4% se obtuvo una tasa de crecimiento a perpetuidad de 1,2%.

7.1.5 Proyección de flujo de fondos disponibles

Para realizar la proyección de flujos disponibles se realizarán 3 escenarios:

- 1) Un escenario base
- 2) Un escenario optimista
- 3) Un escenario pesimista

Escenario Base

Para proyectar el ejercicio 2021 se tomaron como base los resultados reportados por la compañía el primer trimestre de dicho ejercicio.

En el primer trimestre del ejercicio 2021 la escasez de semiconductores y resina limitó los suministros existentes de Whirlpool, y, por lo tanto, afectaron la disponibilidad de sus productos.

Además, la firma se enfrentó a presiones inflacionarias con un fuerte aumento de precios de sus principales materias primas (acero y resina).

Para proteger los márgenes operativos y la disponibilidad de producto la firma tomo una serie de medidas que consistieron en: aumentar significativamente los precios con relación a los costos afrontados globalmente (que pueden ir de aproximadamente 5% a 12%), y establecieron un modelo de cadena de suministro lógica basada en las restricciones que reajusta constantemente la producción en función a las disponibilidades de los componentes.

Gracias a estos planes de acción en el primer trimestre del 2021 lograron un crecimiento de ingresos del 24% vs el trimestre del año anterior y tuvieron márgenes operativos récords del 12%.

Los impulsores de los márgenes operativos fueron una mejora en el mix precio/producto que generó 575 puntos básicos extra en el margen, impulsado por menores promociones y

mayores precios, menores costos estructurales arrastrados del 2020 impulsados por las acciones que llevo a cabo la compañía para reducir costos y mayores volúmenes de venta. El incremento en los volúmenes vendidos fue dado por la reapertura de la economía luego del COVID-19 y por los beneficios que la pandemia trajo para la industria de electrodomésticos domésticos, dado que impulsó un incremento en las ventas generado por un aumento en la cantidad de tiempo que los individuos pasan tiempo en sus hogares. El incremento en las horas que los individuos pasan en sus hogares generó un incremento en el índice de nuevas viviendas, un mayor gasto en reparaciones y remodelaciones, y una mayor amortización de los electrodomésticos.

Estos beneficios de margen operativo fueron parcialmente compensados por la inflación de las principales materias primas, impactando en 225 puntos básicos, un incremento en las inversiones en marketing y tecnología y la devaluación de las monedas de América Latina. Ambos impactando en 125 puntos básicos.

Si se analizan los resultados por región, se destaca Norte América con un incremento del 20% en ingresos vs el mismo período del año anterior y mejoras de 7 puntos en los márgenes operativos vs Q12020 (20%).

Con respecto a EMEA, la fuerte demanda y la ganancia de participación en países clave impulsaron un tercer trimestre consecutivo de crecimiento de ingresos de dos dígitos en la región. Además, la región tuvo una mejora de 3 puntos en los márgenes operativos vs el primer trimestre del 2020 liderada por mayores ingresos y reducciones de costos.

En América Latina las ventas estuvieron perjudicadas por la devaluación de las monedas de Brasil y Argentina (35%). No obstante, sin tener en cuenta esto las ventas crecieron un 18% lideradas por México y Brasil, y lo márgenes operativos tuvieron un incremento de 3 puntos vs el mismo período del año anterior.

En Asia, lograron un fuerte crecimiento de las ventas netas año tras año (43%), liderado por la demanda en la región y las ganancias de participación en China. Además, tuvieron una expansión significativa del EBIT tanto en India como en China, liderada por acciones de salida al mercado, y continuas acciones de productividad de costos; sin embargo, persiste la incertidumbre por la situación en India en donde la pandemia está tomando mayor fuerza.

VENTAS

Para el 2021 la firma proyecta un crecimiento en ventas del 13% y que las mismas sean de 21.985 millones debido, principalmente, a mayores volúmenes de ventas como consecuencia

de trabajo atrasado que la firma viene arrastrando desde el último trimestre del 2020 y a fuertes aumentos en la demanda vistos a finales del 2020 y a principios del 2021, generados como consecuencia del impacto de la pandemia en la industria en la que operan y de la paulatina reapertura de las economías.

Las entregas atrasadas tuvieron su pico alrededor de octubre/noviembre 2020 y vienen reacomodándose hacia el primer trimestre del 2021. Esto se generó por un incremento en la demanda de los consumidores y a dos eventos importantes en la cadena de suministro. Uno fue una tormenta fuerte que hubo en Texas que afectó la producción petroquímica (particularmente resinas) y el otro, tiene que ver con el problema que vienen teniendo las industrias con la falta de semiconductores. La escasez de semiconductores también se vio agravada por tormentas en Texas, que afectó a dos proveedores importantes de Whirlpool y a un incendio en una fábrica en Japón.

Asimismo, se proyecta que para el 2022 las ventas sigan en crecimiento y aumente un 5% para luego seguir incrementándose a un CAGR de crecimiento del 2016 al 2018 (0,8%), dado que las ventas de Whirlpool están segmentadas por tres impulsores de compra principales: vivienda, reemplazo y discrecional, y se asume crecimiento en las tres categorías.

En este escenario se asume que estas inversiones en electrodomésticos pandémicas y post pandémicas no van a estar hechas por única vez para luego realizarlas nuevamente varios años después cuando los mismos se amorticen, dado que a pesar de que las economías se reabran y los individuos retomen sus actividades habituales se estima que la pandemia generó cambios sociales estructurales en la formas de trabajo y en el desarrollo de la virtualidad que generarán que independientemente de las reaberturas económicas los individuos pasen más tiempos en sus hogares. Por lo tanto, el porcentaje de amortización de electrodomésticos será mayor y los mismos tenderán a realizar más compras en pequeños y grandes electrodomésticos (cabe recordar que la mayor parte de las ventas de Whirlpool son residenciales). Sumado a esto, el estar más tiempo en los hogares genera que se le dé una mayor importancia y se invierta más en los mismos.

Por lo tanto, se asume que la facturación quedará por encima de los niveles prepandémicos.

MÁRGEN BRUTO

La firma presenta márgenes brutos constantes de 17%/18% debido a que no depende de una única materia prima o proveedor para la producción y a que utiliza una estrategia de adaptación de la producción a los recursos disponibles.

Asimismo, utiliza políticas de coberturas para la compra de sus principales materias primas.

En el ejercicio 2020 el margen bruto tuvo un fuerte aumento y paso de 17% a 20% impulsado por iniciativas de reducción de costos que realizó la compañía durante la pandemia, un mejor mix de venta y menores costos de materias primas. Esto había sido parcialmente compensado por un tipo de cambio desfavorable en la mayoría de las regiones y menores volúmenes de venta.

Para el ejercicio 2021 se proyecta que los márgenes tengan una caída de un punto y se ubiquen en 19% debido al fuerte incremento del precio de las materias primas, devaluación de monedas de América Latina (Peso Argentina y Real). Esto, está parcialmente compensado por mayores volúmenes de venta y una mejora en el mix precio/producto.

Se proyecta un aumento continuo del precio de las materias primas en el segundo trimestre y el tercer trimestre del 2021. Asimismo, se estima que el pico sea en el tercer trimestre del 2021 para luego empezar a disminuir. No obstante, si bien se proyecta que para el cuarto trimestre los aumentos sean más moderados, los mismos, van a seguir existiendo y el precio de las principales materias primas seguirá siendo alto.

Para los próximos años se sigue proyectando márgenes brutos en torno al 19%.

MÁRGENES OPERATIVOS

En el 2020, a pesar de la pandemia y de los menores volúmenes vendidos el EBIT y los márgenes operativos de Whirlpool tuvieron un récord histórico debido a los planes de reducción de costos que llevo a cabo la compañía, una mejora en el mix vendido y a una deflación de las principales materias primas. Esto fue parcialmente compensado por un tipo de cambio global desfavorable.

Para el 2021 se proyecta que los mismos se ubiquen alrededor del 8% debido a una mejor en el mix precio/producto (generado por aumentos de precios y a tendencias positivas de los consumidores hacia mejores productos) y disminuciones de costos estructurales arrastradas del ejercicio anterior. No obstante, esto estaría parcialmente compensado por el incremento de precios de las principales materias primas, mayores gastos en tecnología y marketing, y devaluación de la moneda en América Latina.

La amortización de activos intangibles se considera fija en USD 70 millones, los gastos de administración y comercialización como un 10% de las ventas (promedio histórico), y se estima gastos de reestructuración de USD 225 millones, según lo anunciado por la compañía en los resultados del primer trimestre del ejercicio 2020.

Hacia adelante se proyecta:

- Amortización de activos intangibles: Se fija en USD 70 millones
- Gastos de Administración y Comercialización 10% de las ventas
- Gastos de Reestructuración: USD 230 MM (promedio histórico de los últimos 5 años)

Con estos números los márgenes operativos del 2022 al 2025 se fijarían en torno al 8%, dicho número se encuentra por encima del 5% que es el promedio histórico de la compañía. Dicho incremento a perpetuidad se proyecta porque se espera un aumento en la demanda de electrodomésticos y menos costos estructurales a perpetuidad por los esfuerzos realizados por la compañía en la pandemia por reducir los costos.

IMPUESTOS

Dado que la firma no presenta una tasa impositiva constante o fija, se estableció un impuesto del 21% del EBIT.

AMORTIZACIONES

Para realizar la estimación de las amortizaciones es necesario entender la evolución de la línea Propiedad, Planta y Equipos (PPE). No hay elementos que muestren que vaya a haber creación de nuevas plantas/equipos o venta de las existentes. Por lo tanto, para proyectar las amortizaciones se mantuvo el último valor de la línea PPE del 2020.

CAPITAL DE TRABAJO

Se estableció un Capital de trabajo fijo de un 1% de las ventas totales.

INVERSIONES DE CAPITAL (CAPEX)

Para el 2021 se utilizó el número de CAPEX anunciado por la compañía en el primer trimestre del ejercicio 2021. Este número asciende a USD 600 MM y es utilizado para mantenimiento.

Hacia adelante no se prevé que la firma realice inversiones de capital significativas por lo que se tomó el monto de inversiones de capital sobre ventas histórico. El mismo asciende a 3%.

Escenario Optimista

Se mantienen las mismas premisas que en el escenario base, y se asume que las ventas aumentan un 13% en el 2021 y luego un 5% anual hasta el 2025. Asimismo, se asuma que el margen bruto sigue en los niveles del 2020 (20%).

Escenario Pesimista

Se mantienen las mismas premisas que en el escenario base, pero se proyecta que la facturación aumenta un 10% en el 2021 por única vez y luego comienza a disminuir al CAGR del 2016-2019 (-0,5%) hasta el 2026. Asimismo, se asume que los márgenes brutos caen dos puntos vs el 2020 debido al incremento en el precio de las materias primas y la incapacidad de la firma de trasladarlo a precios.

7.1.6 Resultado de la Valuación por Flujos Descontados

A continuación, se podrán observar los resultados obtenidos por la valuación de flujos descontados. El cuadro debajo muestra el resultado de cada una de las simulaciones

Al valor de la empresa, se le sumó el valor de caja y equivalentes y se le restó el valor de la deuda financiera, para arribar al valor del capital. El valor de mercado de la acción de Whirlpool al 30/12/2020 era de USD 180,49. El modelo arrojó que la acción estaba subvaluada en un 32,90% en el escenario base, subvaluada en un 69,38% en el escenario optimista, y sobrevaluada en un 14,04% en el escenario pesimista.

WHIRLPOOL CORPORATION	Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista
Valor de la empresa Whirlpool Corporation	12.173	17.485	21.614
Caja y Equivalentes	2.924	2.924	2.924
Deuda Financiera	5.369	5.369	5.369
Valor del Capital	9.728	15.040	19.169
Cantidad de Acciones en Circulación	62,70	62,70	62,70
Precio obtenido por acción Whirlpool Corporation	155,15	239,88	305,72
Valor de Mercado de la acción Whirlpool Corporation	180,49	180,49	180,49
Variación	-14,04%	32,90%	69,38%

Tabla N° 9- Elaboración Propia, fuente: 10k 2020 Whirlpool Corporation y Bloomberg.

7.2 VALUACIÓN POR MULTIPLOS

Con el objetivo de realizar la valuación realizado con el método DCF, se realizará una valuación a través de multiplos comprables. Para esto es necesario, comparar a Whirlpool con empresas que tengan un negocio similar.

Como se comentó anteriormente en el presente trabajo, la única empresa que se asemeja a Whirlpool es Electrolux, dado que si bien hay varias firmas globales que se dedican a la producción y comercialización de electrodomésticos, la mayoría además de comercializar pequeños y grandes electrodomésticos de cocina también producen otros productos de electrónica y proveen diferentes servicios.

No obstante, para realizar la valuación por múltiplos se utilizó como comparables a Electrolux, Haier Smart Home, y LG. La empresa Midea fue descartada dada que ninguno de sus negocios se encuentra centrado específicamente en la venta de pequeños y grandes electrodomésticos de cocina.

Por esta razón, se tomó el EV/EBITDA de Electrolux, Haier Smart Home y LG al cierre del ejercicio 2020 y se calculó la mediana que arrojó un valor de 6x. Luego se seleccionó un rango de 4x a 8x.

De esta manera, tomando de punto de partida el rango de múltiplos y sumando la información del EBITDA, deuda financiera, caja y equivalentes, y acciones en circulación de Whirlpool al 31/12/2020, se arribó al valor de la acción de la compañía.

Análisis de sensibilidad Whirlpool Corporation:

	Mínimo	Promedio	Máximo
Rangos EV/EBITDA	4,0	6,0	8,0
EBITDA	1.769	2.184	2.643
Valor de la Firma	7.076	13.104	21.141
Deuda Neta de Caja	2.445	2.445	2.445
Valor Capital Accionario	4.631	10.659	18.696
Número de Acciones	62,70	62,70	62,70
Precio x acción	73,86	170,00	298,18

Tabla N° 10- Elaboración propia, fuente: 10k 2020 Whirlpool Corporation y Bloomberg.

El valor de la acción el 31/12/2020 fue de USD 180,49, dicho número se encuentra bastante en línea con la valuación realizada.

Por último, se hizo una sensibilización de las posibles combinaciones de múltiplos y resultados EBITDA. Los resultados pueden ser encontrados en la tabla de abajo:

Sensibilización del precio de la acción de Whirlpool en USD:

EV/EBITDA \ EBITDA	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0
1.769	73,86	102,08	130,29	158,51	186,72
1.966	86,40	117,75	149,10	180,45	211,80
2.184	100,33	135,17	170,00	204,83	239,67
2.402	114,27	152,58	190,90	229,22	267,53
2.643	129,59	171,74	213,89	256,04	298,18

Tabla N° 11- Elaboración propia, fuente: 10k 2020 Whirlpool Corporation y Bloomberg.

Sensibilización de Valor accionario de Whirlpool:

	EV/EBITDA	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00
EBITDA						
	1.769	4.631	6.400	8.169	9.938	11.707
	1.966	5.417	7.383	9.349	11.314	13.280
	2.184	6.291	8.475	10.659	12.843	15.027
	2.402	7.165	9.567	11.969	14.372	16.774
	2.643	8.126	10.768	13.411	16.053	18.696

Tabla N° 12- Elaboración propia, fuente: 10k 2020 Whirlpool Corporation y Bloomberg.

Utilizando esta metodología, con esos parámetros, se encontró un valor de capital accionario de la compañía de USD 10.659 millones, que podría variar entre USD 4.631 millones y USD 18.696 millones. Esto se traduce en un precio de la acción de USD 170,00, que puede variar entre USD 73,86 y USD 298,18.



Universidad de
San Andrés

9. ANEXOS:

8.1 ESCENARIO BASE

Datos:

	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas por Productos	20.718	21.253	21.037	20.419	19.456
Costos por Productos	17.026	17.651	17.500	16.886	15.606
Rdo Bruto Producto	3.692	3.602	3.537	3.533	3.850
Margen Bruto Producto	18%	17%	17%	17%	20%
SG&M	2080	2112	2189	2142	1877
Amort Intang	71	79	75	69	62
Costos de Reestructuración	173	275	247	188	288
Deterioro del fondo de comercio y otros intangibles	0	0	747	0	7
Rdo Operativo (EBIT)	1.368	1.136	279	1.134	1.616
Margen Operativo	7%	5%	1%	6%	8%
Impuesto 21%	186	550	138	354	384
Rdo Operativo despues de Impuestos (NOPAT)	1.182	586	141	780	1.232
Amortizaciones	655	654	645	587	568
Variación NOWC	-	172	62	600	167 -
Variación CAPEX	-	660 -	684 -	590 -	532 -
Free Cash Flow	1.005	618	796	1.002	903

Proyecciones:

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
	21.985	23.085	23.269	23.455	23.643
	17.700	18.600	18.790	18.900	19.060
	4.285	4.485	4.479	4.555	4.583
	19%	19%	19%	19%	19%
	2.199	2.308	2.327	2.346	2.364
	70	70	70	70	70
	225	230	230	230	230
	-	-	-	-	-
	1.792	1.876	1.852	1.910	1.919
	8,1%	8,1%	8,0%	8,1%	8,1%
	376	394	389	401	403
	1.415	1.482	1.463	1.509	1.516
	568	568	568	568	568
-	220 -	231 -	233 -	235 -	236
-	600 -	693 -	698 -	704 -	709
	1.164	1.127	1.101	1.139	1.138

8.2 ESCENARIO OPTIMISTA

Datos:

	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas por Productos	20.718	21.253	21.037	20.419	19.456
Costos por Productos	17.026	17.651	17.500	16.886	15.606
Rdo Bruto Producto	3.692	3.602	3.537	3.533	3.850
Margen Bruto Producto	18%	17%	17%	17%	20%
SG&M	2080	2112	2189	2142	1877
Amort Intang	71	79	75	69	62
Costos de Reestructuración	173	275	247	188	288
Deterioro del fondo de comercio y otros intangibles	0	0	747	0	7
Rdo Operativo (EBIT)	1.368	1.136	279	1.134	1.616
Margen Operativo	7%	5%	1%	6%	8%
Impuesto 21%	186	550	138	354	384
Rdo Operativo despues de Impuestos (NOPAT)	1.182	586	141	780	1.232
Amortizaciones	655	654	645	587	568
Variación NOWC	-	172	62	600	167
Variación CAPEX	-	660	-	684	-
Free Cash Flow	1.005	618	796	1.002	903

Proyecciones:

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
	21.985	23.085	24.239	25.451	26.723
	17.500	18.400	19.500	20.300	21.300
	4.485	4.685	4.739	5.151	5.423
	20%	20%	20%	20%	20%
	2.199	2.308	2.424	2.545	2.672
	70	70	70	70	70
	225	230	230	230	230
	-	-	-	-	-
	1.992	2.076	2.015	2.306	2.451
	9,1%	9,0%	8,3%	9,1%	9,2%
	418	436	423	484	515
	1.573	1.640	1.592	1.821	1.936
	568	568	568	568	568
-	220	-	231	-	242
-	600	-	693	-	727
	1.322	1.285	1.190	1.371	1.435

8.3 ESCENARIO PESIMISTA:

Datos:

	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas por Productos	20.718	21.253	21.037	20.419	19.456
Costos por Productos	17.026	17.651	17.500	16.886	15.606
Rdo Bruto Producto	3.692	3.602	3.537	3.533	3.850
Margen Bruto Producto	18%	17%	17%	17%	20%
SG&M	2080	2112	2189	2142	1877
Amort Intang	71	79	75	69	62
Costos de Reestructuración	173	275	247	188	288
Deterioro del fondo de comercio y otros intangibles	0	0	747	0	7
Rdo Operativo (EBIT)	1.368	1.136	279	1.134	1.616
Margen Operativo	7%	5%	1%	6%	8%
Impuesto 21%	186	550	138	354	384
Rdo Operativo despues de Impuestos (NOPAT)	1.182	586	141	780	1.232
Amortizaciones	655	654	645	587	568
Variación NOWC	-	172	62	600	167
Variación CAPEX	-	660	-	684	-
Free Cash Flow	1.005	618	796	1.002	903

Proyecciones:

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
	21.402	21.295	21.188	21.082	20.977
	17.500	17.500	17.300	17.320	17.299
	3.902	3.795	3.888	3.762	3.678
	18%	18%	18%	18%	18%
	2.140	2.129	2.119	2.108	2.098
	70	70	70	70	70
	225	230	230	230	230
	-	-	-	-	-
	1.466	1.365	1.469	1.354	1.280
	6,9%	6,4%	6,9%	6,4%	6,1%
	308	287	309	284	269
	1.158	1.078	1.161	1.070	1.011
	568	568	568	568	568
-	214	-	213	-	212
-	600	-	639	-	636
	912	795	881	794	740

10. BIBLIOGRAFÍA

- Base de datos Bloomberg
- Base de datos online del Banco Mundial - <https://datos.bancomundial.org/>
- Base de datos online del FMI - <https://www.imf.org/en/Data>
- Base de datos del IFC-
https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/multilingual_ext_content/ifc_external_corporate_site/home_es
- <https://investors.whirlpoolcorp.com/home/default.aspx>
- Base de datos de la Asociación Nacional de Viviendas de Estados Unidos (NAHB) -
<https://www.nahb.org/>
- Whirlpool Corporation Investor Relations
<https://investors.whirlpoolcorp.com/financial-information/annual-reports-and-proxy-statements/default.aspx>
- Brealey R & Myers, S. Principios de Finanzas Corporativas, Mc Graw- Hill.
- Copeland, Tom; Koller, Tim and Murrin, Jack. Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies.
- Fabozzi F, Modigliani F y Ferri M. Mercados e Instituciones Financieras, Pearson-Prentice Hall.
- Shapiro, Alan. Multinational Financial Management. Sixth Edition. John Wiley and Sons
- Ross, Westerfield, Jaffe. Finanzas Corporativas.
- Brigham, Eugene y Ehrhardt, Michael. Finanzas Corporativas.
- Rappaport, Alfred. Creación de Valor para el Accionista.



Universidad de
San Andrés