



Universidad de  
**San Andrés**

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

**Valuación del capital accionario Whirlpool Corporation**

**Autor: Inda Mariano**

**DNI: 38.684.952**

**Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein**

**Buenos Aires, Argentina. 04/07/2022**

# Índice

Glosario .....	4
Resumen ejecutivo.....	6
1. Descripción del negocio .....	7
1.1 Aspectos generales y dimensión del negocio .....	7
1.2 Historia.....	9
1.3 Mercado de capitales.....	10
1.4 Unidades de negocio.....	12
1.5 Crecimiento de las ventas y perspectivas.....	14
2. Análisis de la industria .....	26
2.1 Mercado de electrodomésticos.....	26
2.2 Canales de distribución .....	33
2.3 Ventas y perspectivas de la industria por región.....	36
2.4 Principales variables que afectan al sector.....	38
3. Análisis financiero .....	42
3.1 Ratios de Rentabilidad .....	42
3.1.1 Margen bruto .....	42
3.1.2 Margen EBITDA .....	43
3.1.3 Margen operativo .....	45
3.1.4 Margen neto .....	46
3.1.5 ROE- Rentabilidad del capital.....	47
3.1.6 ROA- Rentabilidad de los activos .....	49
3.1.7 Análisis de Dupont .....	50
3.2 Ratios Operativos.....	52
3.3.1 Evolución del capital trabajo neto .....	52
3.3.2 Días de inventario, cuentas a cobrar y proveedores .....	53
3.3 Ratios Crediticios.....	54
3.3.1 Evolución de la deuda financiera .....	54
3.3.2 Razón de endeudamiento y estructura financiera.....	55
3.3.3 Ratio de liquidez.....	56
3.3.4 Deuda/EBITDA o Plazo de repago de la Deuda.....	57

4. Evaluación Whirlpool vs competidores.....	59
5. Valuación.....	63
5.1 Valuación por flujo de fondos descontados .....	63
5.2 Valuación por múltiplos .....	76
APENDICE 1 - Evolución de la estructura patrimonial.....	80
Evolución del activo .....	80
Evolución del pasivo.....	83
APENDICE 2 – Flujo de fondos escenario base .....	88
APENDICE 3 – Flujo de fondos escenario positivo .....	89
APENDICE 4 – Flujo de fondos escenario negativo.....	90
Bibliografía .....	91



Universidad de  
**San Andrés**

## Glosario

**CAGR:** Es la tasa de crecimiento promedio anual compuesta (en inglés, "Compounded Average Growth Rate").

**CAPEX:** Inversiones en bienes de capital (en inglés, "Capital Expenditures").

**Debt:** Deuda.

**DCF:** Flujo de fondos descontados (en inglés, "Discounted cash flows")

**EBIT:** Utilidades antes de impuestos e intereses (en inglés, "Earnings before interest and taxes")

**EBITDA:** Utilidades antes de impuestos, intereses, depreciaciones y amortizaciones (en inglés, "Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization").

**Equity:** capital propio.

**EV:** Valor de la firma (en inglés, "Enterprise Value").

**FCFF:** Flujo de fondos disponibles para la firma (en inglés, "Free Cash Flow to the firm").

**OPEX:** Gastos operativos (en inglés, "Operational Expenditures").

**Risk free:** Libre de riesgo (traducción del inglés).

**ROA:** Retornos sobre activos (en inglés, "Return on Assets"). Ratio de rentabilidad que mide la ganancia operativa sobre el total de activos.

**ROE:** Retorno sobre el patrimonio neto (en inglés, "Return on Equity"). Ratio de rentabilidad que mide la ganancia neta sobre el capital accionario contable o patrimonio neto.

**S&P 500:** Índice bursátil de Estados Unidos. Se basa en la capitalización bursátil de 500 grandes empresas que poseen acciones cotizantes en las bolsas estadounidenses.

**TIR:** Tasa interna de retorno.

**United States International Trade Commission:** Comisión de Comercio Internacional de Estados Unidos. Agencia federal encargada de normas relacionadas a los intercambios comerciales.

**USD:** Dólar estadounidense.

**WACC:** Costo promedio ponderado del capital (en inglés, "Weighted Average Cost of capital")

**WK:** Capital de trabajo neto (en inglés, "Working Capital")



Universidad de  
**SanAndrés**

## Resumen ejecutivo

El objetivo del presente trabajo es presentar el análisis financiero y la valuación del capital accionario de la compañía Whirlpool Corporation, principalmente dedicada a la venta de electrodomésticos.

En primer lugar se presenta la descripción de la organización, explicando su historia, su dimensión y su estrategia. Luego, se realizará un análisis al detalle de la industria y de la competencia presente. A continuación se efectuará el análisis económico y financiero de la compañía, mediante la evaluación de los distintos indicadores y ratios nuevamente comparando con empresas similares. Por último, se realizará la estimación del valor accionario de la compañía al 31 de Diciembre de 2021 empleando dos metodologías: Flujo de fondos descontado (DCF) y Valuación por Múltiplos de mercado.

Para el cálculo mediante el método de flujos de fondos descontados se proyectó el Flujo de Fondos disponibles para la firma y aplicando como tasa de descuento el costo promedio ponderado del capital. Los valores obtenidos mediante este método del valor del capital accionario otorgaron un resultado de USD 277 por acción al 31 de diciembre del 2021 en el escenario base. Adicionalmente, del análisis de sensibilidad se desprende que el valor accionario puede variar entre USD 232 en el escenario pesimista y a USD 331 en el escenario optimista.

Para el método de Valuación por múltiplos se utilizó el múltiplo EV/EBITDA estimado a partir de una muestra de empresas comparables. Se obtuvo como resultado un rango de precios entre USD 231 – 322 por acción al 31 de diciembre del 2021.

El día 31 de diciembre de 2021 el de la acción de Whirlpool tenía un valor de USD 234,66 en el mercado, pero al mismo tiempo es importante aclarar que nuevos acontecimientos sucedidos en 2022 en cuanto a la inflación y a tasas de interés pueden explicar parte de la diferencia entre el flujo de fondos y el valor de mercado.

# 1. Descripción del negocio

## 1.1 Aspectos generales y dimensión del negocio

Whirlpool Corporation es una de las compañías líderes del mundo en electrodomésticos para la cocina y para el lavado, principalmente con su innovación en lavarropas. A su vez, con las distintas subsidiarias que conforman Whirlpool Corporation encontramos otros productos de cocina como accesorios, pequeños electrodomésticos, equipamiento para cocinar, etc.

Entre las distintas marcas que conforman la corporación podemos encontrar las siguientes: Whirlpool, KitchenAid, Jennar, Maytag, Hotpoint, Indesit, Consul, Bauknecht, Brastemp; siendo las dos primeras enumeradas las más importantes.

Whirlpool fue fundada en 1911 en Estados Unidos con el invento del lavarropas a motor. A lo largo de los años, la compañía se consolidó como una de las principales en Norteamérica pero en la actualidad tiene presencia en todos los continentes, tanto en el canal de las ventas como en la producción, ya que consta con fábricas distribuidas en Norteamérica, Sudamérica, Europa y Asia. Al 31 de Diciembre de 2021, la compañía contaba con una dotación de personal de 69.000 dividida en 13 países, con un 27% localizado en Estados Unidos. Las locaciones donde están ubicadas las fábricas son las siguientes:

**Tabla Nº 1: Cantidad de fábricas por región**

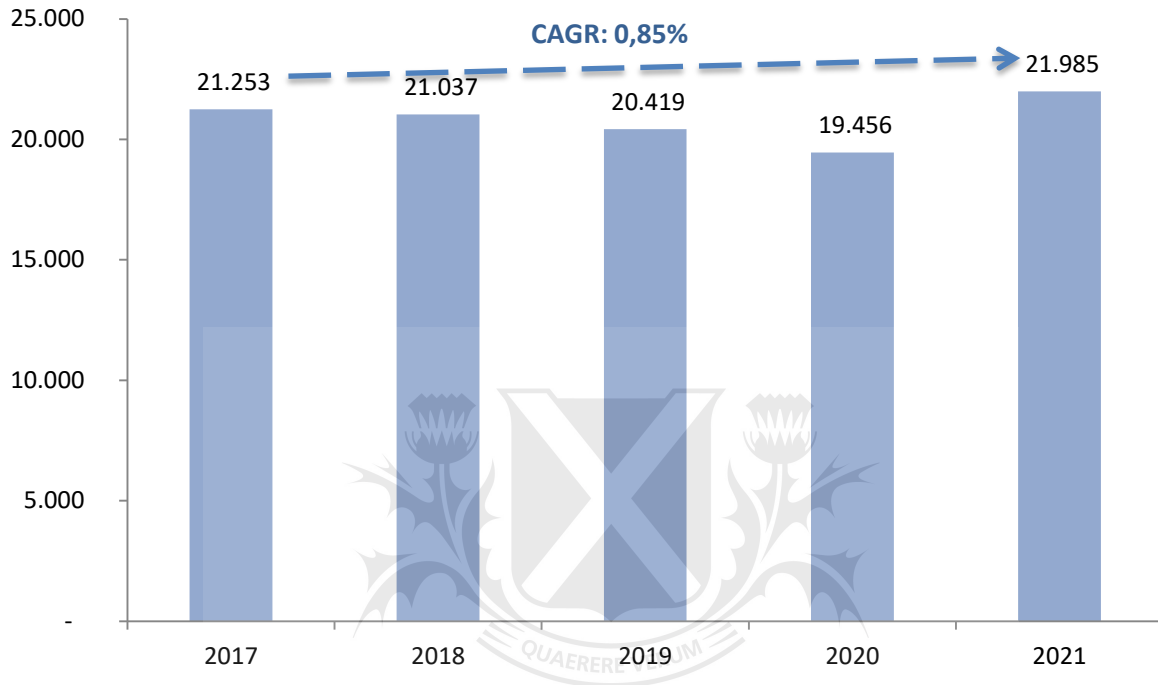
Norteamérica	Europa, Asia Central, África	América Latina	Asia
10	11	9	5

Fuente: Elaboración propia en base a reporte anual de Whirlpool Corporation

En 2021 podemos ver un gran repunte en las ventas llegando hasta USD 21.985 millones luego de que en 2020 hayan disminuido a USD 19.456 millones marcadas por

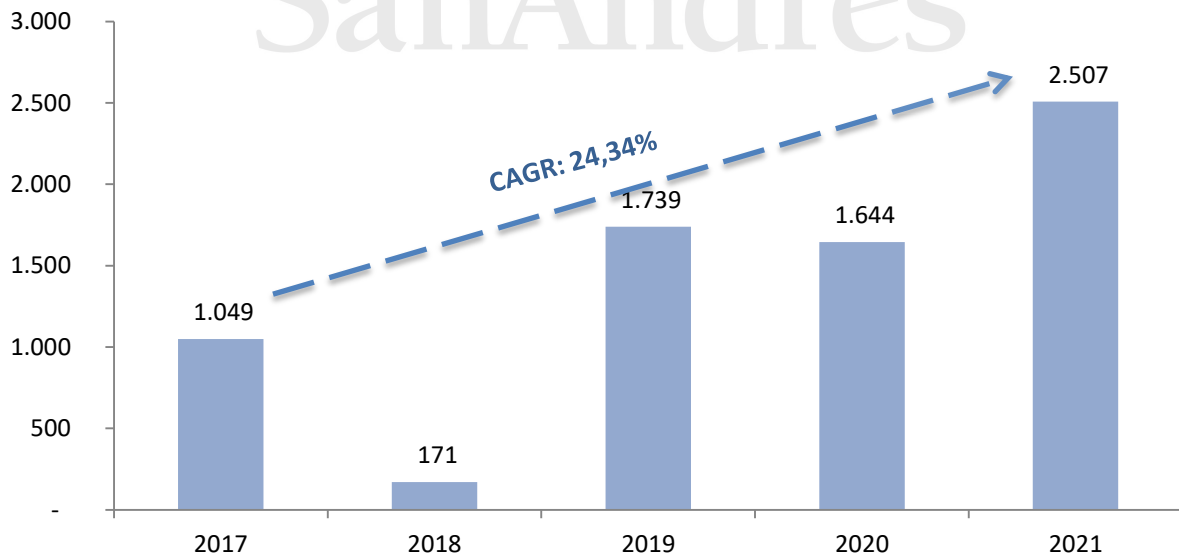
la pandemia que a lo largo del año trajo incertidumbre y desconcierto a todo el mundo. Las utilidades antes de intereses e impuestos (EBIT) alcanzaron los USD 2.507 millones.

**Gráfico N° 1 - Evolución de ventas históricas (2017-2021), en millones de dólares.**



Fuente: Elaboración propia en base a reporte anual Whirlpool Corporation 2021

**Gráfico N° 2 - Evolución de EBIT (2017-2021), en millones de dólares.**



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021



## 1.2 Historia

La historia de Whirlpool comienza en el año 1911, cuando Upton Machine Company es fundada por Lou y Emory Upton en Michigan, con el fin de producir lavarropas a motor eléctrico. En 1912, la empresa consigue la primera orden y contrato con la Federal Electric Division. Ya en 1914, la compañía expande sus negocios y adquieren la empresa American Tool Works, sumando de esta manera más productos al lavarropas a motor.

En 1915 se desarrolla otro de los grandes hitos de la compañía con el desarrollo de un motor a gasolina, lo que permitía utilizar la tecnología del lavarropas en zonas donde no había conexión eléctrica.

En 1919, se crea KitchenAid, marca que es parte de Whirlpool Corporation. Tal como hoy en día, la empresa estaba dedicada a la incorporación de pequeños electrodomésticos en las cocinas de las distintas viviendas.

A lo largo de la década de 1920, Upton Machine Company negocia con Sears, una de las principales cadenas de ventas minoristas de Estados Unidos, ser su principal proveedor. Este trato incremento la venta de lavarropas en gran medida, lo que llevo a Upton Machine Company se fusione con Nineteen, otra importante compañía en el mercado de lavarropas de la época. De esta forma se crea la firma The Nineteen Hundred Corporation, aumentando fuertemente la producción.

A lo largo de la década del 30, The Nineteen Hundred Corporation es listada en el Cleveland Stock Exchange, the New York Curb Exchange y en el Chicago Stock Exchange.

En la década del 40, se lanza el primer lavarropa con la marca Whirlpool, migrando desde un solo canal de venta (Sears) hacia una distribución masiva. Al mismo tiempo, en esta época se empiezan a incorporar a la compañía productos tales como refrigeradores, secadores, hornos y microondas, expandiendo de gran manera los

productos ofrecidos. En el año 1950, Nineteen Hundred Corporation cambia su nombre a Whirlpool Corporation, consolidándose en esta década mundialmente. En el año 1955 Whirlpool Corporation es listada en el New York Stock Exchange.

Luego de este evento, Whirlpool Corporation creció a través de fusiones, adquisiciones y asociaciones con otras empresas, incorporando los distintos productos que encontramos hoy en la compañía tales como electrodomésticos pequeños, de línea blanca, etc. En 1967, y gracias a estos tratados, la compañía alcanza por primera vez el billón de dólares en ventas.

En 1984 se crea Whirlpool Trading Company con la intención de consolidar las actividades internacionales de la empresa y lograr un crecimiento mundial.

En 1986 se da otra de las grandes adquisiciones de la empresa, incorporando la marca Kitchen Aid a la corporación, logrando alcanzar de esa manera a otro segmento de mercado nuevo.

Luego de estos eventos, la empresa se logró consolidar mundialmente tanto a nivel producción, con distintas fabricas enumeradas anteriormente a lo largo del mundo, como también en el canal de distribución, logrando llegar a cada país mediante distribución propia alcanzando como vimos anteriormente el monto de USD 21.985 millones en ventas.

### **1.3 Mercado de capitales**

Whirlpool Corporation es una compañía de capital abierto, cotizando en el New York Stock Exchange, mediante el ticker WHR. Al mismo tiempo, la acción es parte del índice S&P 500 compuesto por las principales empresas en el mercado.

Al 31 de Diciembre de 2021, la acción cotizaba a USD 233,60, con un total de 62.900.000 acciones en circulación. Por lo tanto, la capitalización de mercado da como resultado USD 14,6 mil millones.

Del total de acciones el 97,72% se encuentran en instituciones. Las composiciones de tenencia en las distintas instituciones es el siguiente: 11,92% en The Vanguard Group, 8,09% en Primecap Management Company, 7,91% en BlackRock Inc., 4,69% en State Street Corporation y 4,62% en FMR, LLC, entre otras.

Entre los fondos de inversión podemos encontrar las siguientes tenencias: Vanguard/Primecap Fund con 4,79%, Vanguard Total Stock Market Index Fund con 2,83%, Vanguard Mid-Cap Index Fund con 2,26%, Vanguard 500 Index Fund 2,26% y American Balanced Fund con 2,10%. En este caso podemos ver la importancia del grupo Vanguard en la tenencia de acciones de Whirlpool.

A continuación, realizaremos un análisis sobre el desempeño de la acción de Whirlpool en los últimos 5 años, comparando el retorno total acumulado desde el 01/01/2017 hasta el 31/12/2021. Al mismo tiempo agregaremos en el siguiente gráfico el rendimiento del índice S&P 500 para poder comparar los rendimientos de la acción de la compañía contra el mercado.

San Andrés

**Gráfico N° 3: Retorno Total Acumulado de WHR vs S&P500 (2017-2021), en base 100.**



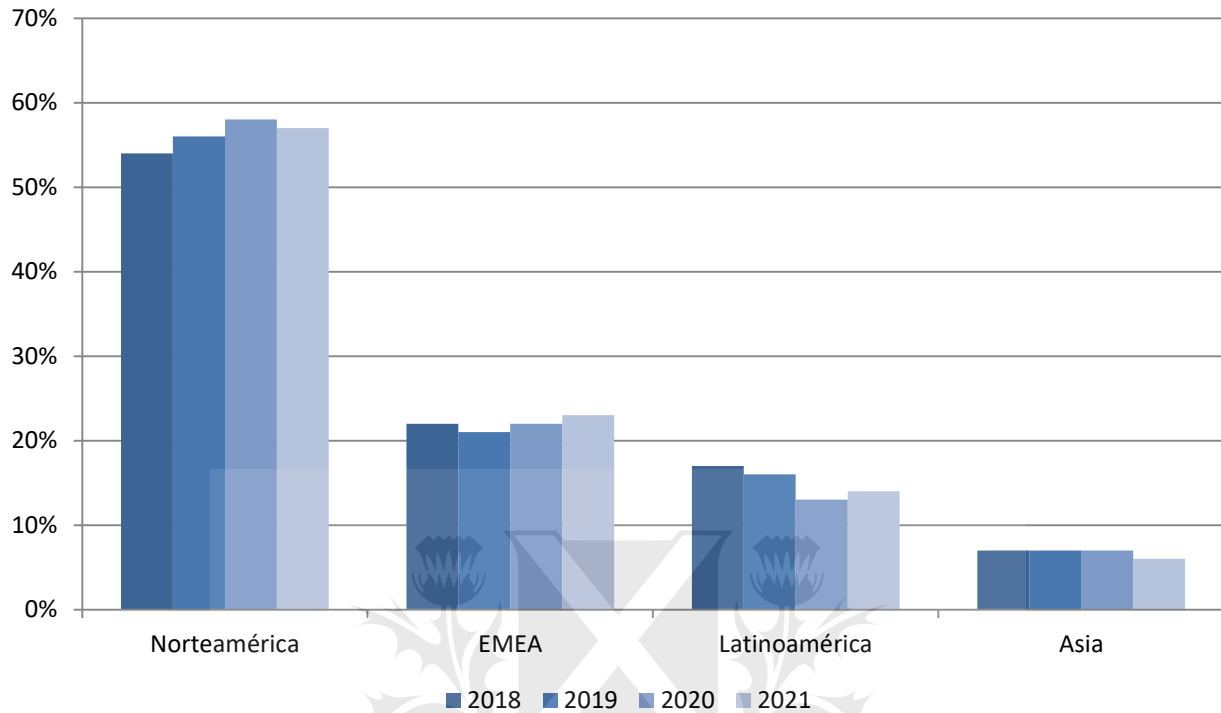
Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance

Como podemos observar en el gráfico el retorno acumulado total de Whirlpool estos últimos 5 años fue de aproximadamente 140, mientras que el del S&P 500 fue de 174 en base 100, obteniendo así un rendimiento muy superior al de la compañía.

## 1.4 Unidades de negocio

Los segmentos operativos de Whirlpool Corporation se encuentran organizados según sus regiones geográficas y están definidos como: Norteamérica, EMEA (Europa, Oriente Medio y África), Latinoamérica y Asia.

**Gráfico N° 4: Porcentaje de ventas por región (2018-2021)**



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

Como podemos observar en el gráfico, el mayor porcentaje de ventas está localizado en Norteamérica con un porcentaje cercano al 60% en el 2021. Luego, podemos observar la zona de EMEA con una participación cercana al 20%, estable en los últimos 4 años. Luego tenemos a Latinoamérica con una leve caída en los últimos tres años, principalmente causado por las dificultades en los principales mercados de la región, alcanzando un porcentaje cercano al 15%. Por último, vemos que el porcentaje correspondido a las ventas en Asia no es de gran significancia, pero se mantiene estable a lo largo de los años entre 6 y 7%.

Un dato muy importante sobre esta segmentación por regiones, es la importancia que tiene Whirlpool en Estados Unidos. Desde el año 2011, Whirlpool se vio beneficiado por la Comisión de Comercio Internacional de Estados Unidos (United States International Trade Commission) al hacer un pedido acusando a sus principales

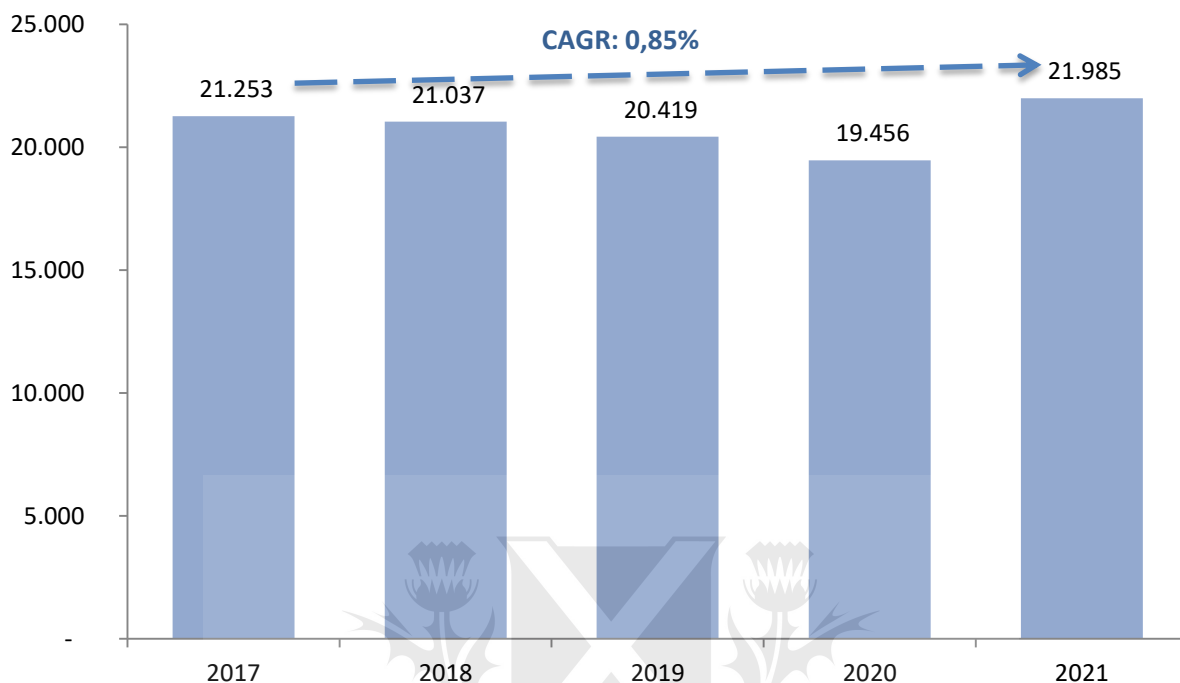
competidores surcoreanos, Samsung y LG, que sus precios de venta eran demasiado bajo. De esta manera, Estados Unidos le puso una tarifa de importación cercana al 82% en lavarropas de Corea del Sur y México, donde Samsung tenía su fábrica. Luego, cuando los competidores empezaron a enviar sus productos desde China, también se le impuso la tarifa a los productos importados de ese país. Luego, también se impusieron estas restricciones a Tailandia y Vietnam. Por último, también se incorporó una cuota de importación, limitando las unidades que ingresaban en el mercado. Para sobreponerse a esta situación, Samsung y LG abrieron fábricas en Estados Unidos y producir localmente para superar las barreras comerciales impuestas, de esta manera, en los próximos años podremos observar un crecimiento de los competidores en la región, pudiendo afectar la porción de mercado ganada por Whirlpool en los últimos años gracias a las restricciones impuestas por el gobierno.

## 1.5 Crecimiento de las ventas y perspectivas

En este gráfico podemos analizar el crecimiento de las ventas netas si tomamos como partida el año 2017, desde los USD 21.253 millones en 2017 hasta alcanzar los USD 21.985 millones en el año 2021. Como podemos observar, entre el año 2017 y el año 2019 las ventas se mantuvieron estables en los valores. Luego, el impacto de la pandemia en el 2020 muestra una fuerte disminución en las ventas del 5% entre 2019 al 2020. A su vez, el efecto rebote fue muy importante, aumentando en este caso un 13% desde 2020 hacia 2021, consolidando un gran crecimiento incluso si comparamos contra 2019, números previos a la pandemia.

Si analizamos la tasa de crecimiento promedio anual compuesta, vemos que la empresa no muestra un importante crecimiento a lo largo de los años, sino que con un 0,85% en el periodo de 5 años, notamos un crecimiento lento en las mismas. Esto será importante al momento de evaluar las perspectivas futuras, a tener en cuenta para el flujo de fondos proyectado.

Gráfico N° 5: Evolución de ventas históricas Whirlpool (2017-2021), en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

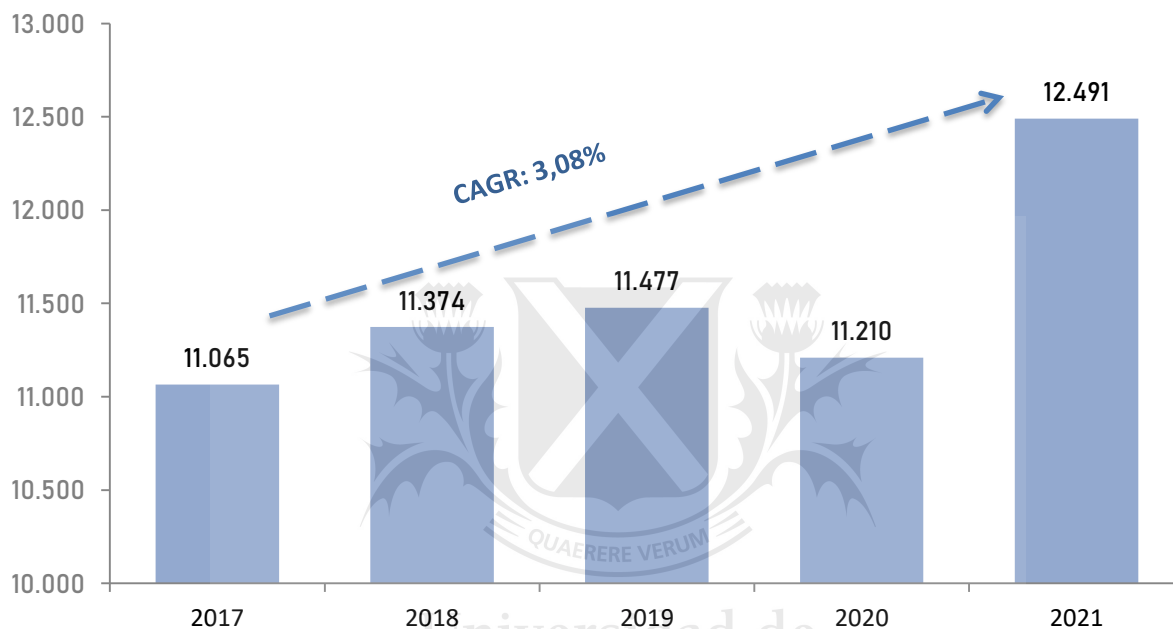
Para comprender mejor estos valores, a continuación se realizara un análisis de las ventas por segmento geográfico:

Si nos focalizamos en el segmento norteamericano, las ventas netas (en millones) se incrementaron de 2018 a 2019 desde USD 11.374 a USD 11.477, mientras que entre 2019 y 2020 decreció de USD 11.477 a USD 11.210. Finalmente en 2021, la compañía obtuvo ventas netas por USD 12.491. En cambio, si nos detenemos en el EBIT vemos que este número creció año a año. Desde USD 1.342 en 2018, aumento hasta USD 1.462 en 2019, y finalizando en 2020 con USD 1.766, un fuerte incremento del margen EBIT desde 12,7% hacia 15,8%. Este crecimiento se consolidó también hacia 2021 con un EBIT de USD 2.220, aumentando aproximadamente un 26% desde 2020.

Analizando la tasa de crecimiento anual promedio compuesta de las ventas en esta región notamos un gran crecimiento en los últimos 5 años, alcanzando el 3,08%. Como fue mencionado anteriormente la penetración del mercado norteamericano,

sumado a las ventajas provistas por el gobierno hacen que aquí se ubique la principal participación de Whirlpool. Veremos a la hora de estimar los flujos de fondos proyectados la implicancia de este crecimiento importante y constante en Norteamérica, manteniendo su posición en los próximos años.

**Gráfico N° 6: Evolución de ventas netas en Norte América (2017-2021), en millones de dólares**



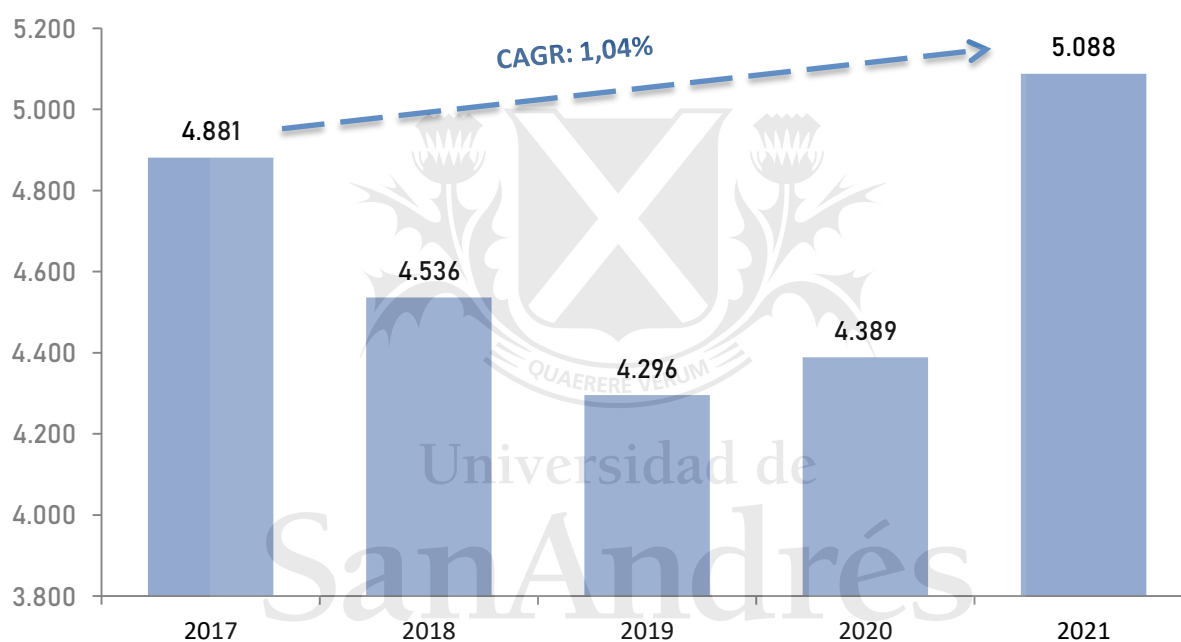
Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

En el caso del segmento EMEA, las ventas netas (en millones) decrecieron de USD 4.536 en 2018 hasta USD 4.296 en 2019. Luego, crecieron hasta llegar a USD 4.389 en 2020. Luego en 2021 podemos encontrar estos valores en USD 5.088, consolidando el crecimiento. Lo interesante en el caso de EMEA es que el EBIT (en millones) recién se ubicó en números positivos en el año 2020. En el año 2018 se reportó una pérdida de USD 106 en EBIT, pasando a USD 30 en 2019 y finalmente, se ubicó en resultados positivos en 2020, solo por USD 2, trabajando principalmente en iniciativas de reducción de costos. Finalmente, con el crecimiento en las ventas netas en el año 2021 el EBIT se estableció en USD 100 millones.



Cuando se analiza el crecimiento a través de la tasa de crecimiento anual promedio compuesta vemos la ralentización en los últimos 5 años en Europa. Demostrando un comportamiento similar a las ventas totales, con un CAGR de 1,04%. Es importante complementar el CAGR con el comportamiento año tras años de las ventas, ya que vemos un importante salto en las mismas en 2021, por lo que al momento de estimar el comportamiento futuro, será importante tener en cuenta las razones de este salto, y si se mantendrán en el tiempo.

**Gráfico N° 7: Evolución ventas netas en EMEA (2017-2021), en millones de dólares**



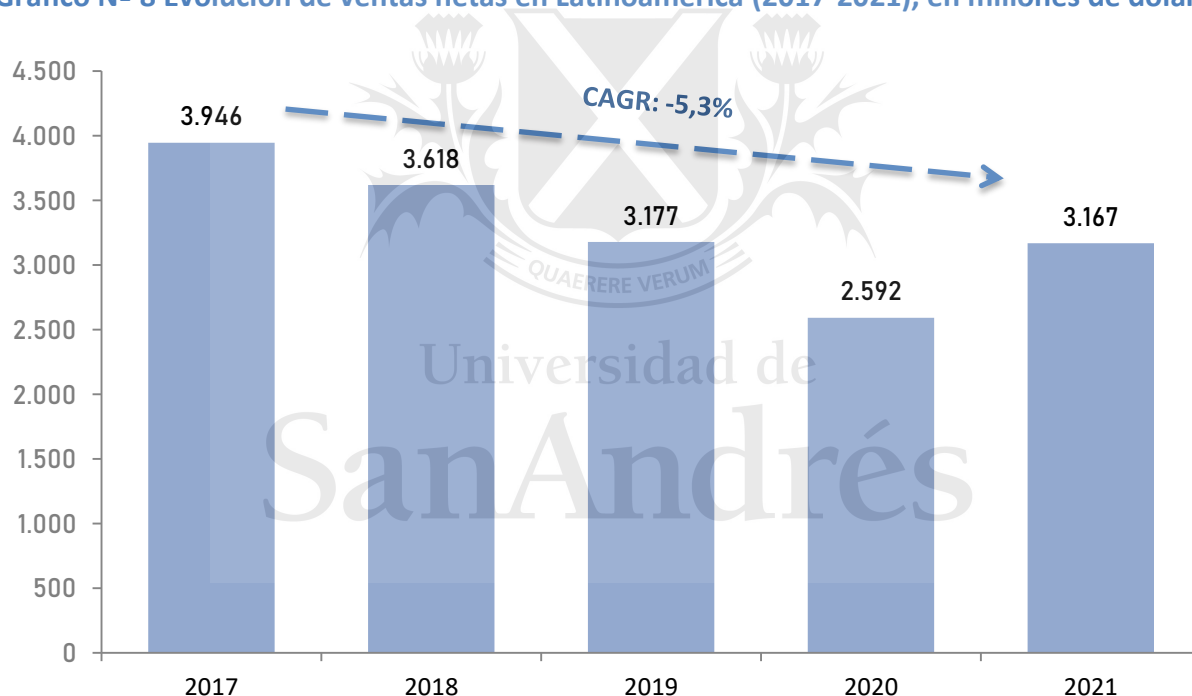
**Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021**

Haciendo foco en la región de Latinoamérica vemos que las ventas netas (en millones) disminuyen año a año desde 2018 hacia la actualidad. En 2018 alcanzaron los USD 3.618, decreciendo hasta USD 3.177 en 2019, y finalmente hasta USD 2.592 en 2020, principalmente motivado por la venta de Embraco y al mismo tiempo por el impacto desfavorable del tipo de cambio en la región. Ya en 2021, las ventas netas volvieron a aumentar hasta llegar a USD 3.167. Si nos detenemos en el EBIT (en millones) en 2018 se ubicaba en los USD 210, pasando a USD 172 en 2019 y finalizando

2020 en USD 219. En este caso, el 2021 consolidó los mejores números en el indicador, llegando a USD 265 millones.

Analizando la evolución de las ventas vemos el constante decrecimiento en esta región a lo largo del periodo. En este caso la CAGR nos muestra un decrecimiento de 5,3% anual, lo que demuestra las dificultades de Whirlpool en este mercado, sin lograr consolidarse. Solo vemos un repunte en el año 2021 como se vio en todas las regiones, por lo que habrá que analizarlo en conjunto con el año 2020, y tener en cuenta para las perspectivas futuras de Whirlpool en la región, donde no se prevé un importante cambio de rumbo en el futuro cercano.

**Gráfico N° 8 Evolución de ventas netas en Latinoamérica (2017-2021), en millones de dólares**



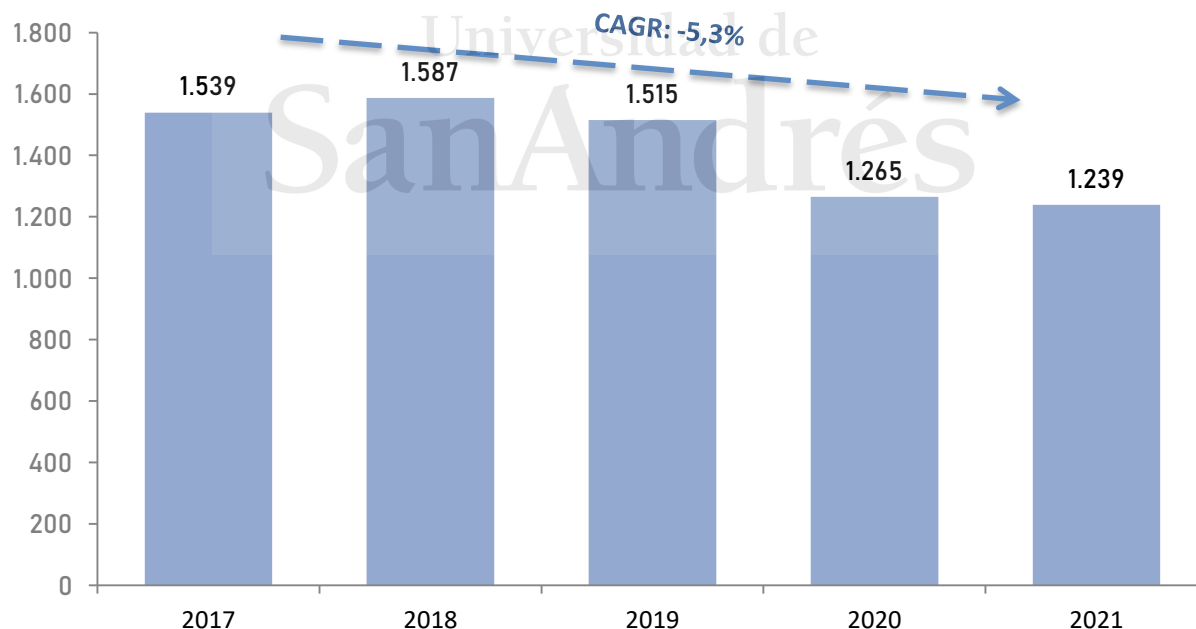
**Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021**

Por último, la región de Asia también vemos un decrecimiento año tras año en las ventas, pero a diferencia de los otros segmentos, en este caso el EBIT también acompaña ese comportamiento. En 2018 las ventas netas (en millones) se ubicaron en USD 1.587, decreciendo hasta USD 1.515 en 2019 y disminuyendo con fuerza en el 2020 hasta USD 1.265. Finalmente en el año 2021 las ventas netas continuaron

decreciendo hasta llegar a USD1.239. El EBIT (en millones) mientras tanto, comenzó en 2018 en USD 83, pasando a USD 33 en 2019 y finalizando con resultado negativo en 2020, por un total de USD -7. En el año 2021, a pesar de la baja en a las ventas netas el EBIT se ubicó en espacio positivo, con un indicador de USD 66 millones.

Cuando analizamos la tasa de crecimiento promedio anual compuesta en la región de Asia vemos también un fuerte decrecimiento tomando el periodo de 5 años. Aquí vemos también la poca penetración en el mercado por parte de Whirlpool, generado principalmente por las importantes marcas asiáticas dominantes en el mismo. Al mismo tiempo, vemos en los últimos dos años el impacto de la pandemia en las ventas, sin mostrar signos de recuperación en el año 2021. Para analizar en cuanto a las perspectivas futuras, es importante evaluar si se podrá retornar a los niveles pre-pandémicos o si esa pérdida de mercado se consolidará en los próximos años. Aquí vemos un gran desafío y lo contrastaremos con las perspectivas futuras del management.

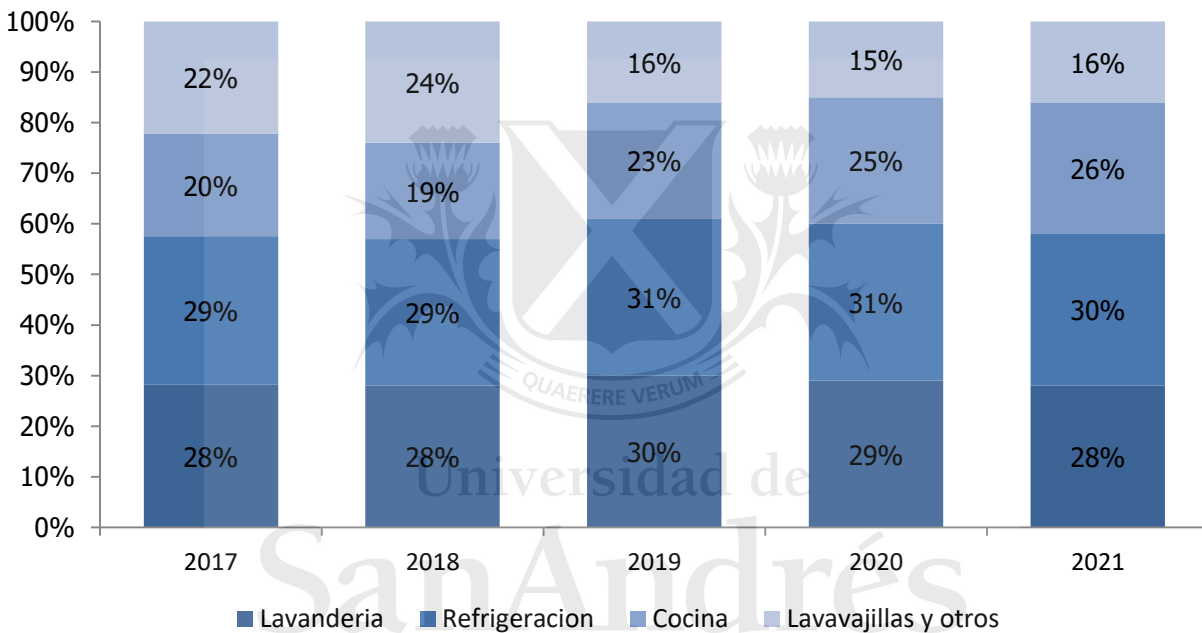
**Gráfico N° 9: Evolución de ventas netas en Asia (2017-2021), en millones de dólares**



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

En el caso de segmentar por los productos vendidos podemos diferenciar cuatro grandes grupos en la compañía: productos de lavandería, refrigeración, de cocina, y de limpieza de platos u otros. Si bien Whirlpool en sus estados contables no se detiene en segmentar por los productos vendidos, procederemos a hacer un breve análisis de los cuatro grandes grupos para evaluar el comportamiento de los últimos 5 años y evaluar si se pueden extraer algunas consideraciones hacia el futuro.

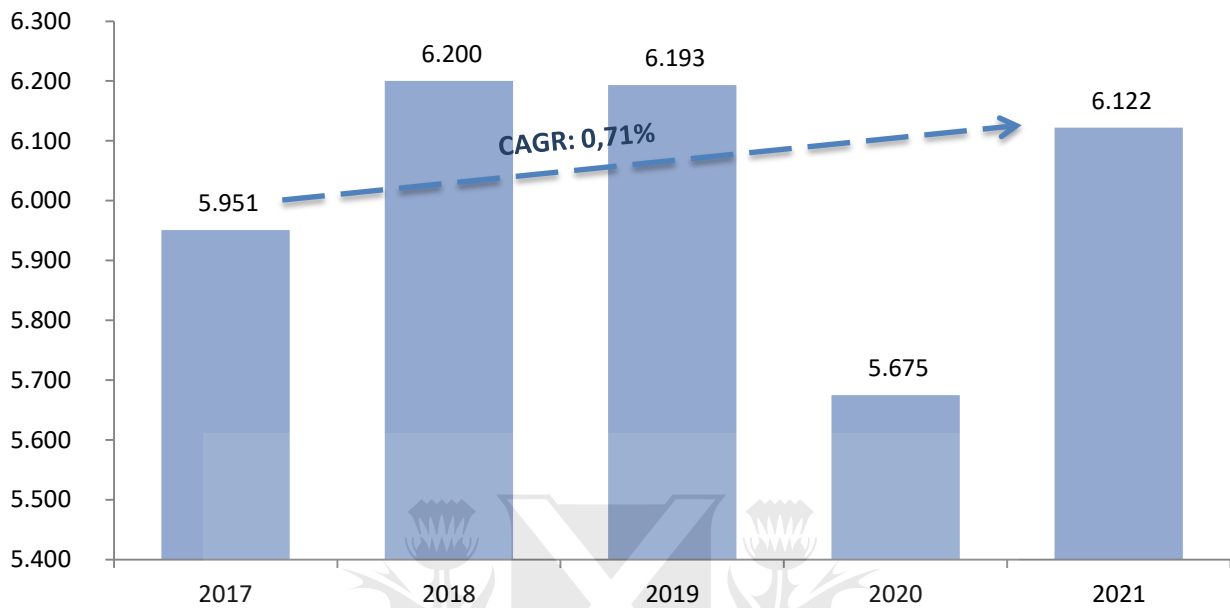
**Gráfico N° 10: Evolución de las ventas netas por producto (2017-2021), en porcentaje del total**



**Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021**

Los productos de lavandería incluyen básicamente lavarropas y secarropas, y elementos relacionados a los mismos. En el siguiente gráfico podemos ver el comportamiento a lo largo del periodo:

**Gráfico N° 11: Evolución de ventas de productos de lavandería (2017-2021), en millones de dólares**

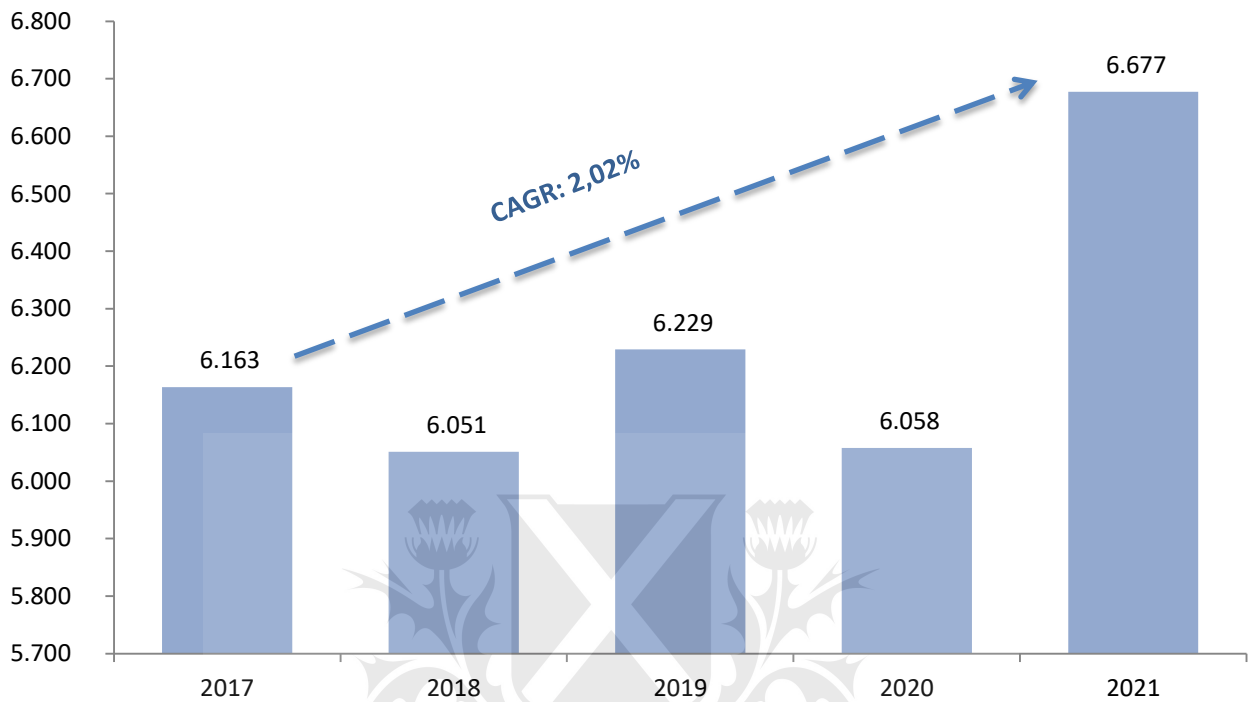


Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

En este caso podemos ver que las ventas de estos productos crecieron lentamente en base a la tasa de crecimiento promedio anual compuesta de 0,71%. Si bien en el año 2020 las ventas tuvieron una baja fuerte, esto se vio compensado nuevamente en el año 2021. Como podemos ver esta estabilidad también forma parte del mix de ventas de Whirlpool, donde los productos de lavandería se mantienen estables a lo largo de los años en alrededor de un 30%, y en base a estas conclusiones no se prevén hechos que puedan cambiar esta estabilidad en cuanto al segmento en los próximos años.

En cuanto a los productos de refrigeración podemos incluir: heladeras, freezers, preparadores de hielo y filtros de agua. La evolución de las ventas en este segmento es la siguiente:

**Gráfico N° 12: Evolución de ventas de productos de refrigeración (2017-2021), en millones de dólares**



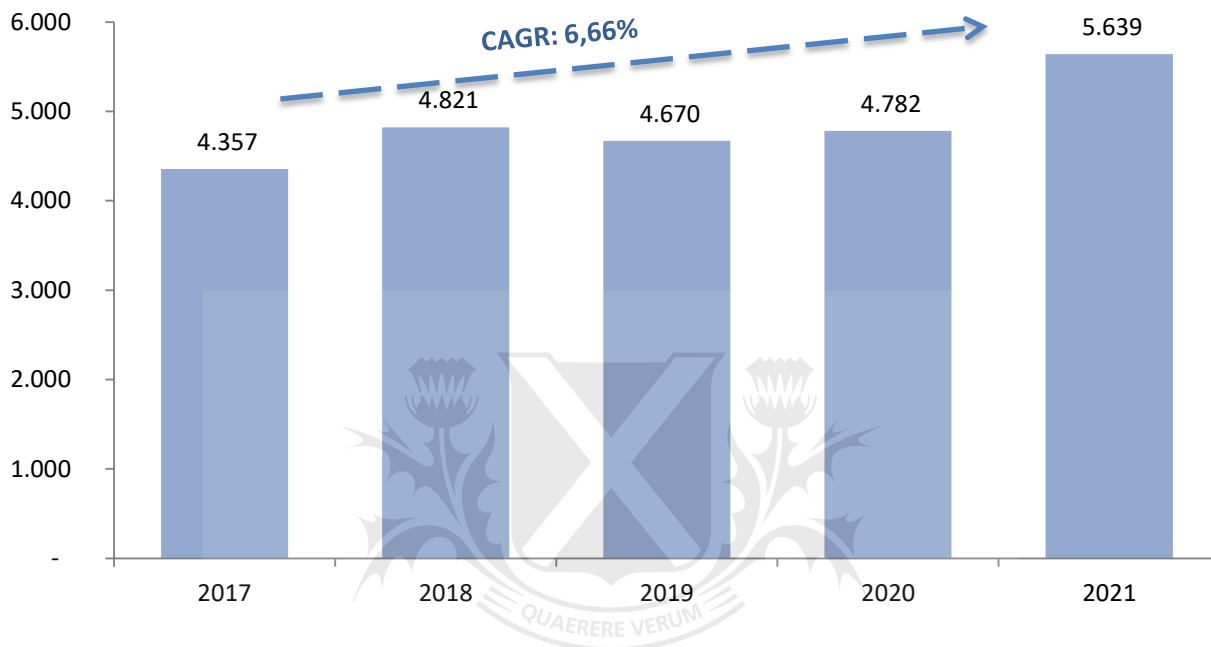
Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

En este caso vemos que el crecimiento de productos de refrigeración se aceleró en el último año, donde notamos un gran crecimiento que lleva a la tasa de crecimiento promedio anual compuesta al 2,02% para el periodo de 5 años, pero impulsado fuertemente por el cambio entre 2020 y 2021. En cuanto a la participación de la venta de estos productos en el mix de ventas de la compañía, vemos que igualmente se mantuvo estable a lo largo de los años con un pequeño crecimiento oscilando entre 29% y 31%. Considerando las perspectivas a futuro, considero que el salto en las ventas de productos de refrigeración del año 2021 fue elevado, y que seguramente las ventas se estabilicen a un nivel un poco más abajo, en relación con lo sucedido en los años previos.

Siguiendo con el análisis por producto, veremos el caso de los productos de cocina donde tenemos tanto grandes electrodomésticos, como hornos, anafes, hornallas, microondas; como también pequeños electrodomésticos de cocina como

procesadores, cafeteras, licuadoras, entre otros. El comportamiento de las ventas de estos productos en el periodo 2017-2021 fue el siguiente:

**Gráfico N° 13: Evolución de ventas de productos de cocina (2017-2021), en millones de dólares**



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

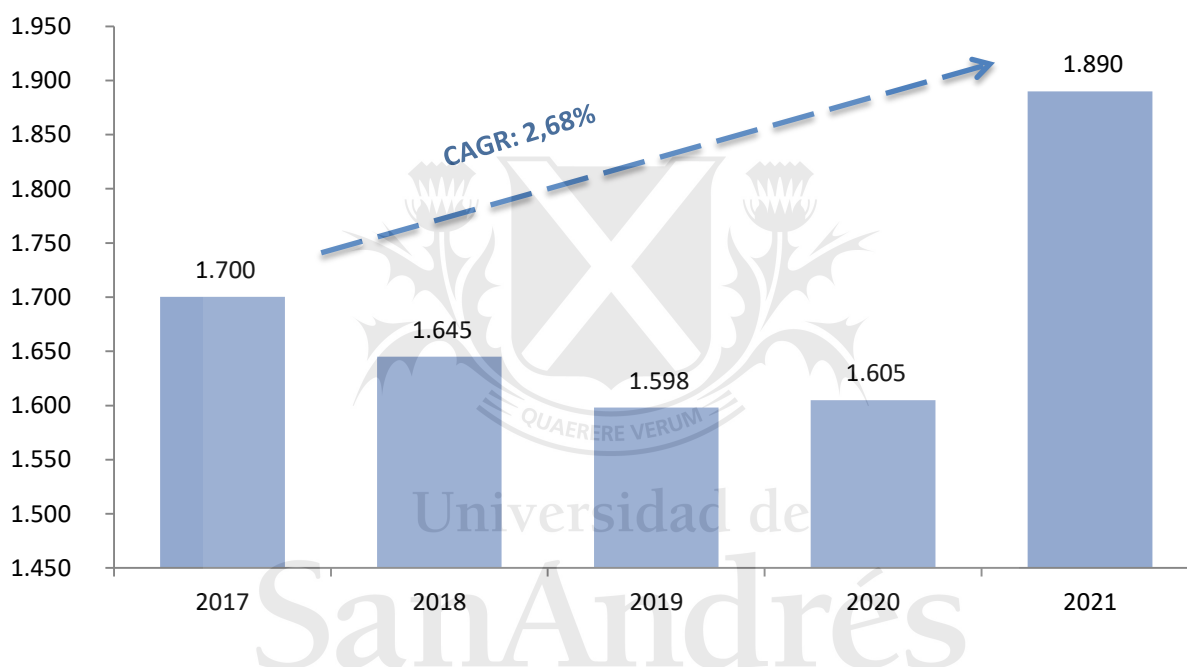
En este caso podemos notar que la tasa de crecimiento promedio anual compuesta es la más elevada de los segmentos analizados. Con un 6,66%, vemos un gran crecimiento en el periodo 2017-2021, principalmente impulsado también en el último año. Una de las posibles hipótesis de este crecimiento en el último año tanto de productos de refrigeración como en los productos de cocina es el tiempo que las personas estuvieron en sus hogares debido a la pandemia, adquirieron más productos tanto para la cocina en el hogar como en inversiones más modernas. Al mismo tiempo, en 2021 se motivaron muchas políticas públicas para aumentar el consumo de sus habitantes, y quizás gracias a eso, se motivó a acelerar el cambio de electrodomésticos, que generalmente se realiza cada cierta cantidad de años.

En cuanto al mix de ventas podemos notar un gran crecimiento en la importancia relativa de los productos de cocina a lo largo de los años. Comenzando en 2017 con

19% subió hasta llegar al 26% en el año 2021, siguiendo el análisis comentado en los renglones anteriores.

En el segmento de lavavajillas solo encontramos estos productos y los repuestos relacionados a los mismos. En cuanto al comportamiento de las ventas se observa el siguiente gráfico:

**Gráfico N° 14: Evolución de ventas de productos de lavavajillas (2017-2021), en millones de dólares**



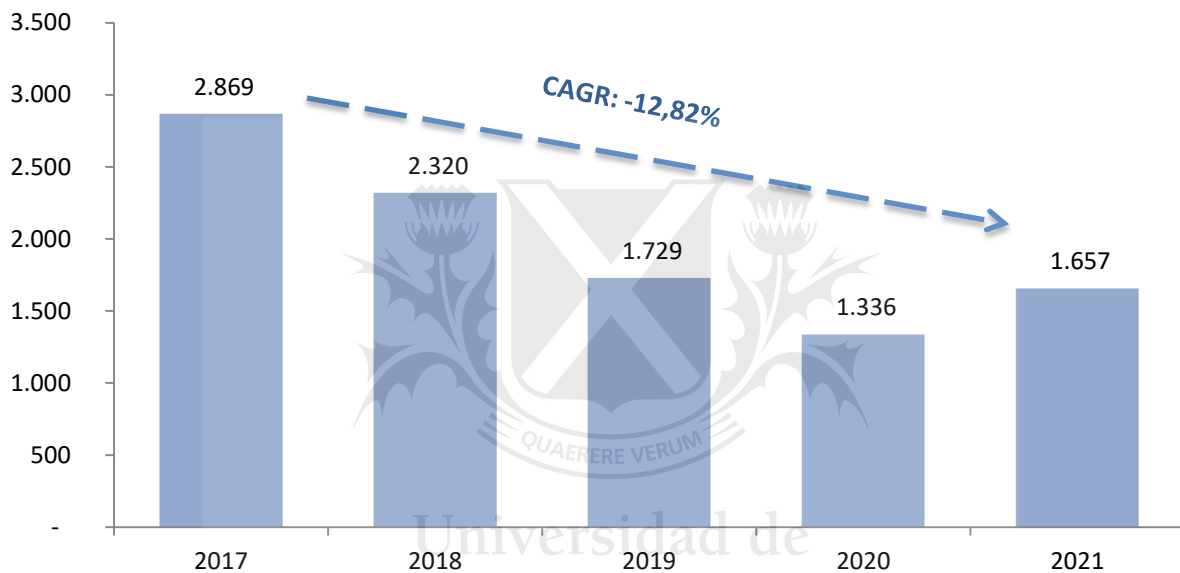
Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

En este caso podemos ver que la tasa de crecimiento anual promedio fue de 2,14%, pero principalmente impulsado por el repunte en el año 2021 tal como venimos analizando en los segmentos anteriores. También, podemos considerar las mismas causas analizadas anteriormente para estos productos y su comportamiento a lo largo del periodo. A lo largo del periodo vemos que el porcentaje de ventas en productos de lavavajillas se mantiene constante en 10%. Considerando las perspectivas a futuro, habrá que analizar nuevamente si el comportamiento del último año se podrá consolidar o se retrasara levemente este crecimiento en los años próximos.



Por último, tenemos la categoría de otros, donde se incluyen partes de repuestos que se comercializan con revendedores y distribuidores y también los contratos de garantía con los clientes. Además hasta 2019 se consideraban los negocios de compresores, de la empresa Embraco, que fue vendida en ese mismo año, disminuyendo las ventas como podremos ver en el siguiente gráfico:

**Gráfico N° 15: Evolución de ventas de productos categoría otros (2017-2021), en millones de dólares**



Fuente: Elaboración propia en base a reporte anual Whirlpool Corporation

Aquí es importante destacar la venta de Embraco, por lo que tomar la tasa de decrecimiento promedio anual del 12,82% no es correcto para estimar el comportamiento en los futuros años, principalmente dado que en 2017 y 2018 aproximadamente el 40% de las ventas fueron dadas por el negocio de los compresores. Al mismo tiempo, tanto las ventas de repuestos como las ventas de garantías se comportaran de acuerdo a como sean las ventas en los principales segmentos ya analizados, por lo que podemos decir que este grupo es complementario y dependiente de las ventas de productos terminados de la compañía.

## 2. Análisis de la industria

### 2.1 Mercado de electrodomésticos

La industria es un mercado muy atomizado, donde existen gran cantidad de competidores, sin que haya alguno que controle la mayor parte del mercado. Algunos de los competidores que podemos mencionar de Whirlpool son los siguientes: Bosch (BSH), Electrolux, Midea, Haier, Kenmore, LG, Panasonic y Samsung.

Dados los avances de la tecnología tanto en los productos, incorporando el “internet de las cosas” como novedad en los últimos años y también la expansión de los canales comerciales de manera electrónica, posibilitó el crecimiento de estos actores. En este sentido es importante también considerar las casas inteligentes. En los últimos años el desarrollo de este mercado fue facilitado por el crecimiento de las conexiones a internet, el avance de la tecnología en las economías en desarrollo y la expansión de los Smartphone con mayores funcionalidades, entre otros factores.

Las causas hasta aquí mencionadas son los principales motores del crecimiento en las ventas que analizaremos en los próximos gráficos, notando que tanto en unidades como en millones de dólares el sector cuenta con un crecimiento suave pero constante a lo largo de los años. Al mismo tiempo, veremos como las causas hasta aquí explicadas impactan en las proyecciones futuras del sector, evaluando las ventas estimadas para los próximos años que se correlacionaran con las ventas estimadas de Whirlpool por ser uno de los principales actores en el mercado.

En el corto plazo es importante señalar que los desembolsos de efectivo de los distintos gobiernos hacia sus habitantes por la crisis del COVID-19 permitió un crecimiento en la venta de bienes de consumo, ya que la relación entre el nivel de ingresos y las ventas de los electrodomésticos es totalmente directa. Al mismo tiempo, tal como analizamos para Whirlpool, la estadía de las personas mayor tiempo en las casas motivó el cambio de electrodomésticos en el hogar, sumado a los incentivos

otorgados por los gobiernos, llevo a que el año 2021 sea excepcionalmente bueno, luego de la gran baja ante el temor del COVID-19 en el año 2020.

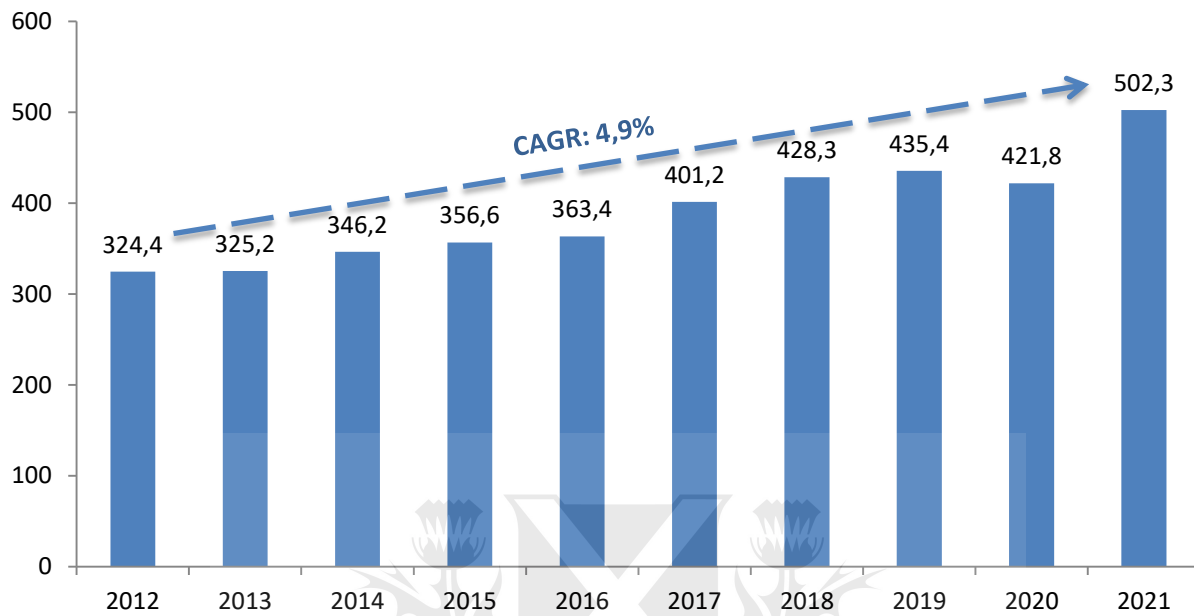
A su vez, en la actualidad muchos de los actores mencionados anteriormente compiten en los distintos segmentos de la empresa al mismo tiempo. Anteriormente era esperable que por ejemplo, una compañía compita en la línea de lavarropas y limpieza, y otra lo haga en la línea de heladeras o cocina.

Las ventas mundiales de ventas de aparatos del hogar alcanzaron los USD 420 mil millones, siendo el segmento de heladeras y refrigeradores el más importante, con un monto de aproximadamente USD 90 mil millones. El mercado está compuesto por la venta de productos separados entre electrónicos grandes y pequeños. Entre los grandes encontramos heladeras, lavarropas, lavavajillas, aires acondicionados, etc. Entre los pequeños encontramos multiprocesadores, cafeteras, tostadoras, etc.

En 2020, solo 6 compañías sobrepasaron los USD 10 mil millones en ganancias, con Haier liderando el mercado con aproximadamente USD 32 mil millones. Las otras compañías en alcanzar la marca son: LG, Midea, BSH Home Appliances, Electrolux y Whirlpool. Entre ellas podemos ver que: Midea y Haier son compañías chinas, mientras que BSH, Electrolux tienen sus oficinas principales en Europa. LG proviene de Corea del Sur, y tal como explicamos anteriormente, Whirlpool de Estados Unidos.

Como se puede observar en el siguiente gráfico, las ventas mundiales fueron creciendo a una tasa de 4,4% desde 2012 hasta 2021. Comenzaron este periodo con un monto de USD 324, mil millones y terminaron en el año 2020 con USD 421,8 mil millones, aun descendiendo ese último año debido al impacto de la pandemia. En 2021 aún no está el dato total, pero se estimaba un alto crecimiento debido a la recuperación post- pandemia, alcanzando los USD 502,3 mil millones.

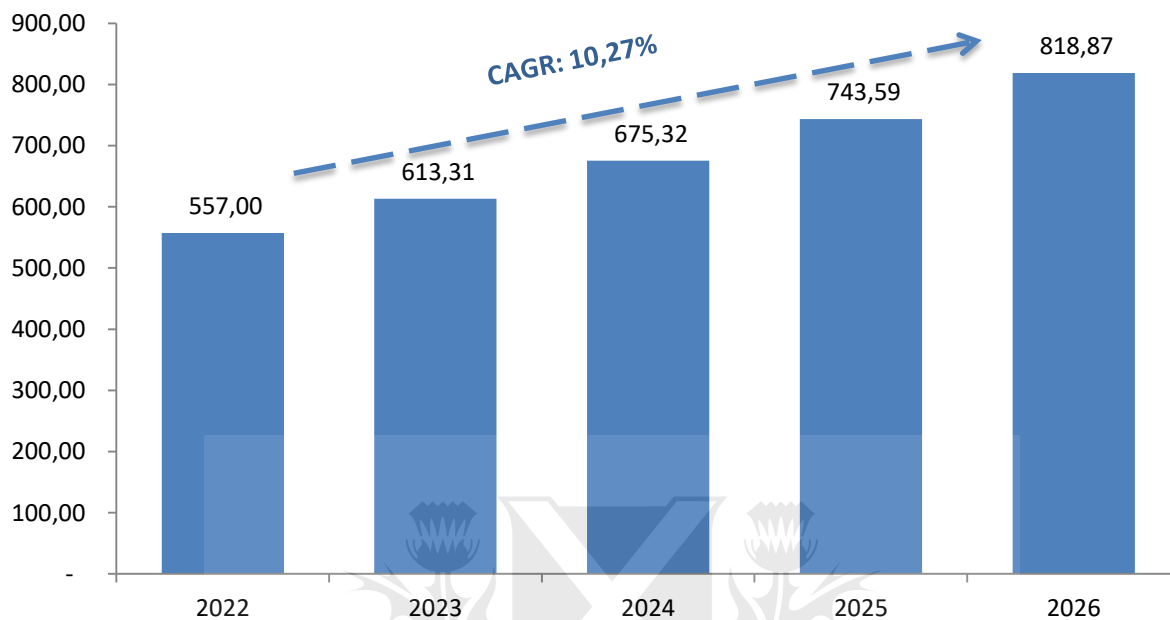
**Gráfico N° 16: Evolución de ventas mundiales de electrodomésticos (2012-2021), en mil millones de dólares**



Fuente: Statista

Al analizar las ventas de los últimos años podemos ver que las ventas en el sector crecen constantemente, y también, que las ventas mundiales proyectadas siguen en crecimiento los próximos años debido a las causas mencionadas en los párrafos anteriores. Lógicamente, al ser Whirlpool uno de los principales actores dentro de los distintos segmentos, se va a ver impactado por este crecimiento constante de ventas a nivel mundial.

**Gráfico N° 17: Ventas mundiales proyectadas de electrodomésticos (2022-2026), en millones de dólares**

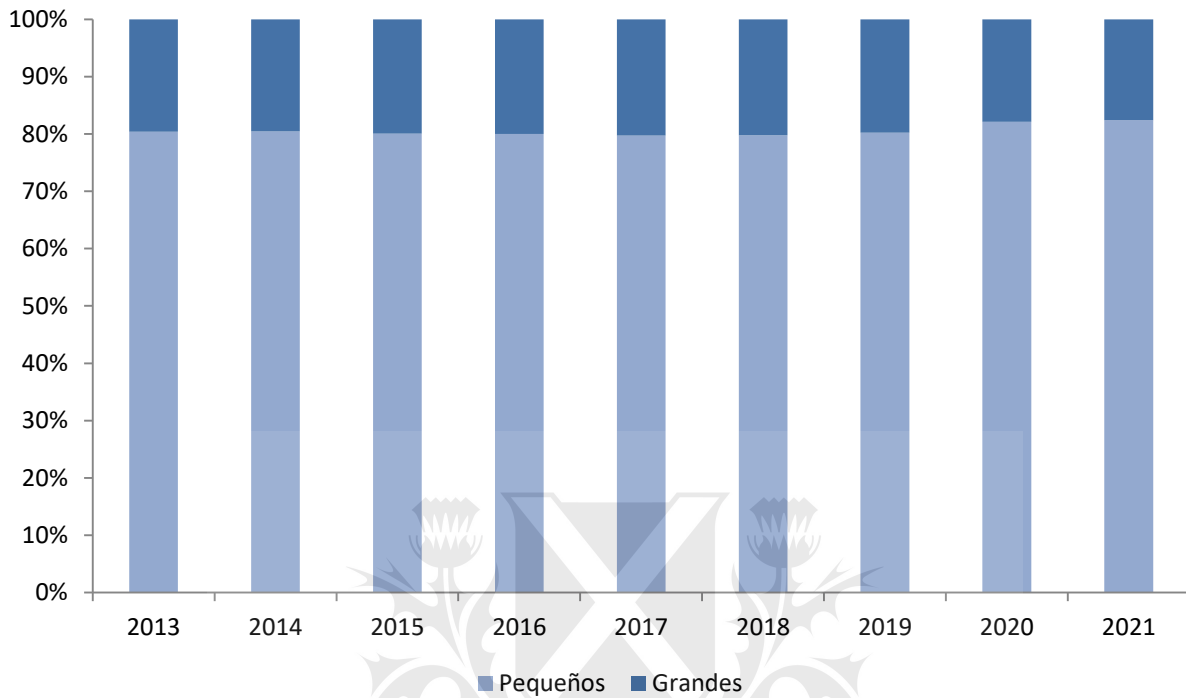


Fuente: The Business Research Company y Statista

Como se puede ver en el gráfico las ventas mundiales se esperan que sigan creciendo a una tasa del 10,27% para el período 2022-2026. Es importante señalar en este caso que los efectos de la inflación están incluidos en este crecimiento, por lo tanto el efecto de la tasa del 10,27%, si lo tomamos de forma real se verá fuertemente disminuido. Más adelante en este trabajo veremos cómo afecta la inflación las perspectivas futuras de Whirlpool para su valuación a través del flujo de fondos descontado.

Si analizamos el comportamiento en unidades, en vez de medirlo en millones de dólares, podemos ver que el crecimiento es similar. Lógicamente, la incidencia sobre el total de los pequeños electrodomésticos es mucho mayor por su menor valor promedio, algo que analizaremos en el gráfico siguiente. En cuanto a la variación en el período analizado podemos ver también esta estabilidad: en los grandes electrodomésticos el crecimiento promedio anual fue de 1,30%. Para los pequeños electrodomésticos el crecimiento anual en unidades vendidas fue de 3,05%.

**Gráfico N° 18: Evolución de porcentajes en ventas mundiales de electrodomésticos (2013-2021), diferenciadas por tamaño de producto.**

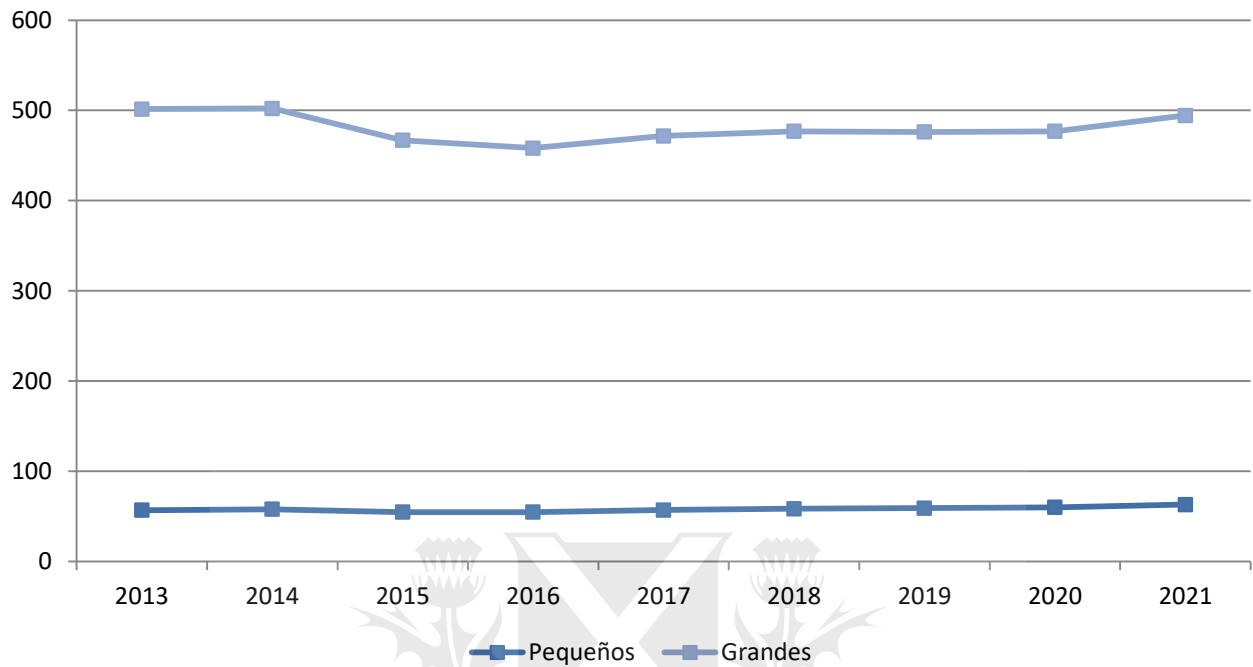


Fuente: Statista

Universidad de

Como mencionamos anteriormente la incidencia en las unidades vendidas de los pequeños electrodomésticos es mucho mayor por su menor valor promedio tal como podemos analizar en el siguiente gráfico:

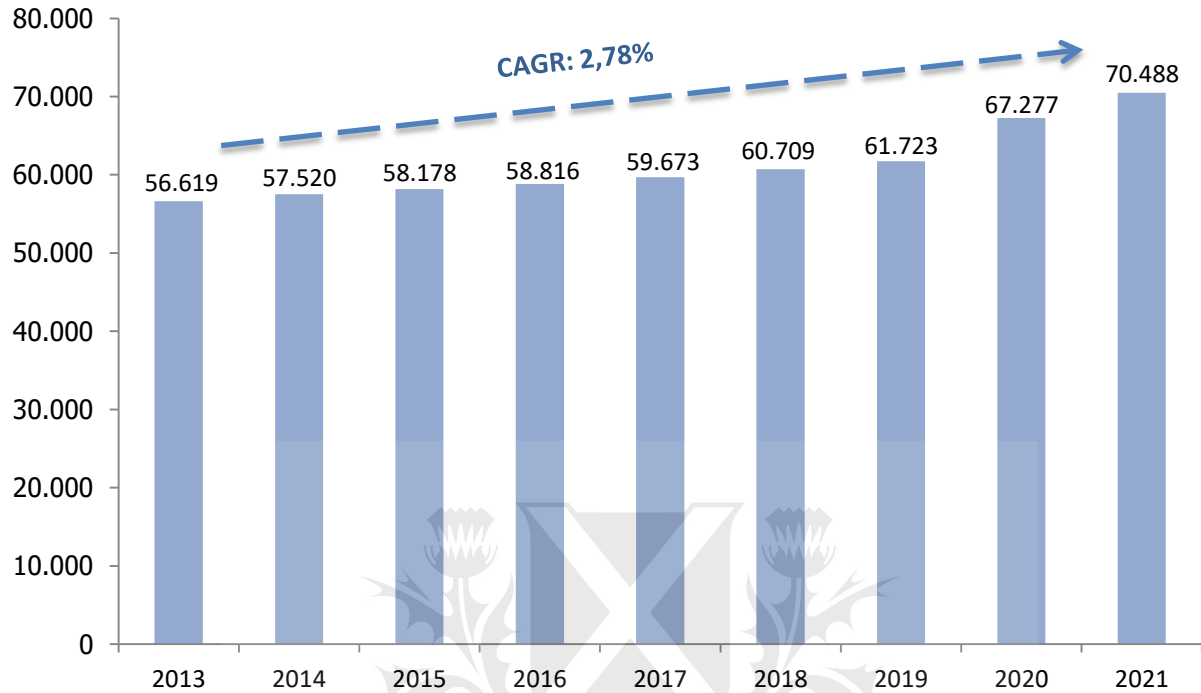
Gráfico N° 19: Evolución precio promedio de electrodomésticos (2013-2021), en dólares.



Fuente: Statista

Cuando nos detenemos en el Mercado de lavarropas y secadores podemos confirmar esta tendencia vista anteriormente. A partir del año 2013 hasta el 2021 vemos un crecimiento constante en millones de dólares, aun ajustado por inflación. En este mercado, Whirlpool es el actor dominante en las ventas de Norteamérica, pero no logra penetrar el mercado asiático donde las empresas locales tienen su posición consolidada.

**Gráfico N° 20: Evolución de ventas mundiales de lavarropas y secadores (2013-2021), en millones de dólares**

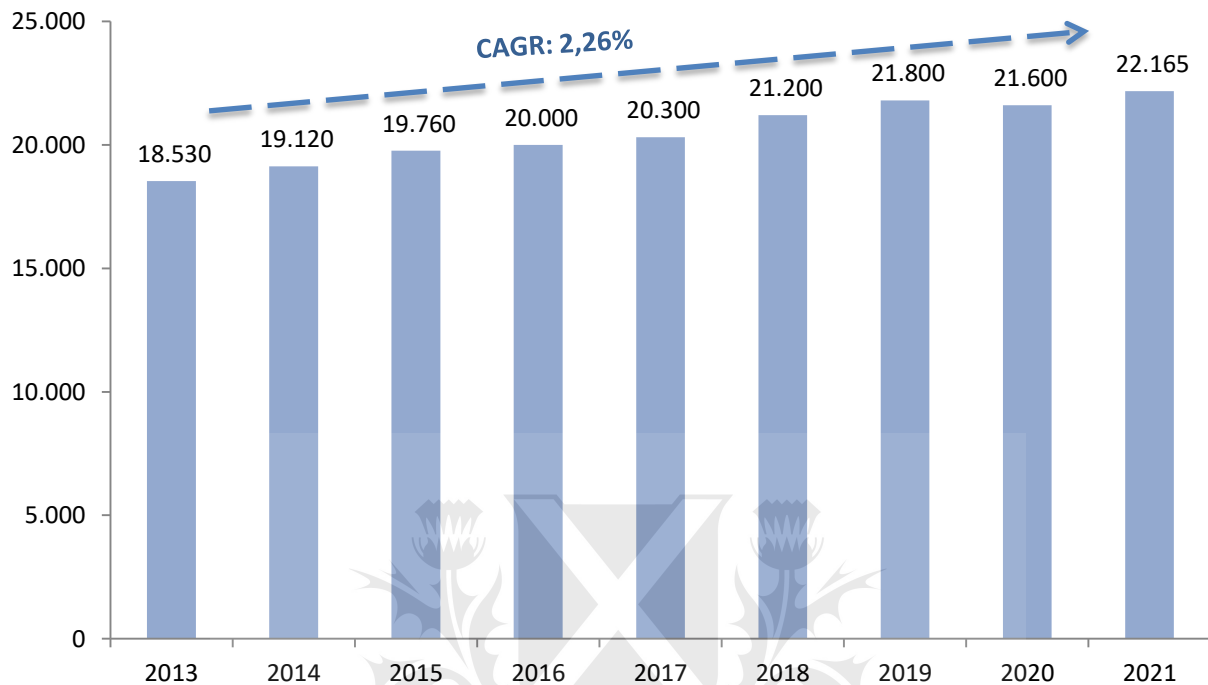


Fuente: Statista

En el segmento de refrigeradores el crecimiento se detiene principalmente explicado debido a que el mayor cambio tecnológico se dio en los años previos y en este momento nos encontramos con un mercado más maduro, por lo tanto se frenó este crecimiento e incluso las perspectivas para los años siguientes es que se mantenga estable en esos valores. Si tomamos desde el año 2013 el crecimiento anual promedio fue de 2,78%.



**Gráfico N° 21: Evolución ventas en Europa de refrigeradores (2013-2021), en millones de dólares**

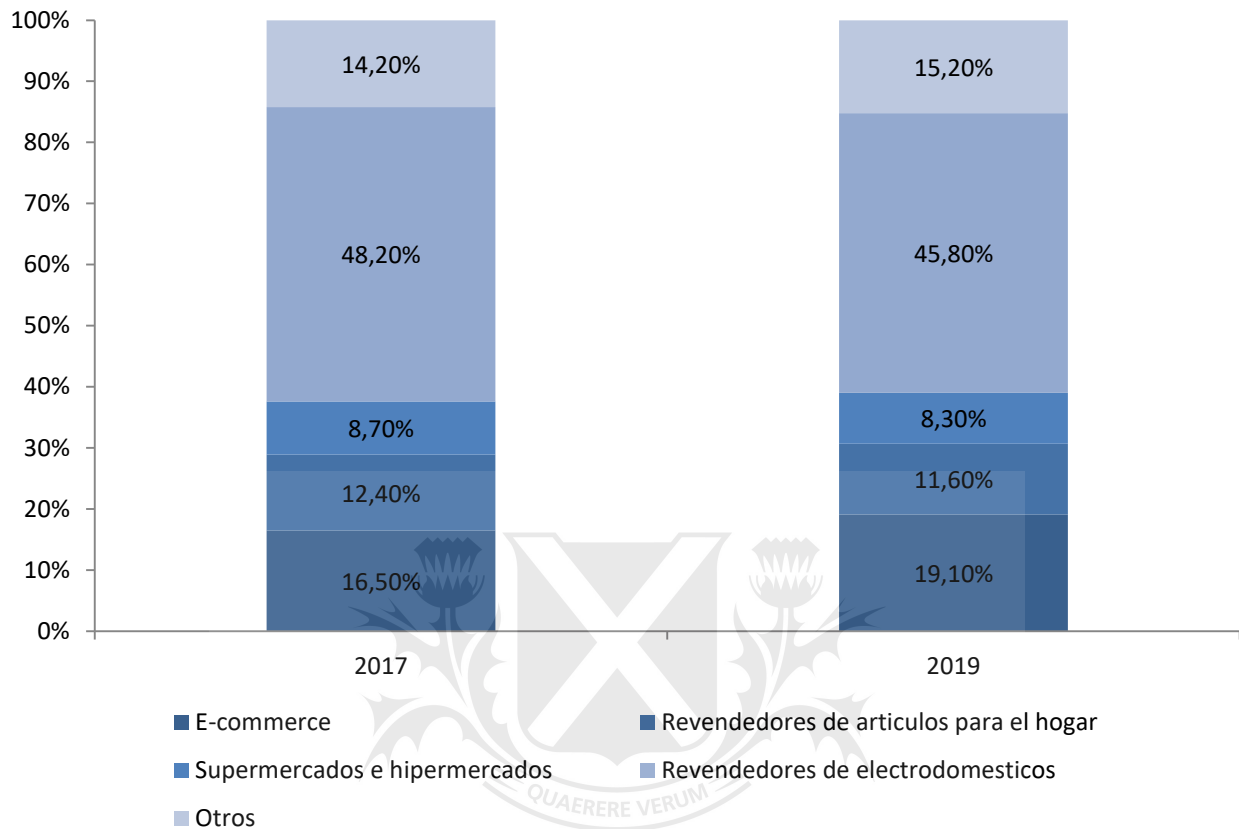


Fuente: Statista

## 2.2 Canales de distribución

En el sector de electrodomésticos los canales de ventas por los cuales los clientes adquieren los distintos productos están concentrados con aproximadamente el 50% en re-vendedores minoristas especializados en electrodomésticos. Si bien en los últimos años, y seguramente con el impacto de la pandemia este número aumentó considerablemente, las ventas a través del e-commerce por los sitios propios de las compañías crecieron, aún la mayoría de los clientes prefiere comprarlo de forma presencial.

Gráfico N° 22: Canales de venta de electrodomésticos, 2017 y 2019



Fuente: Statista

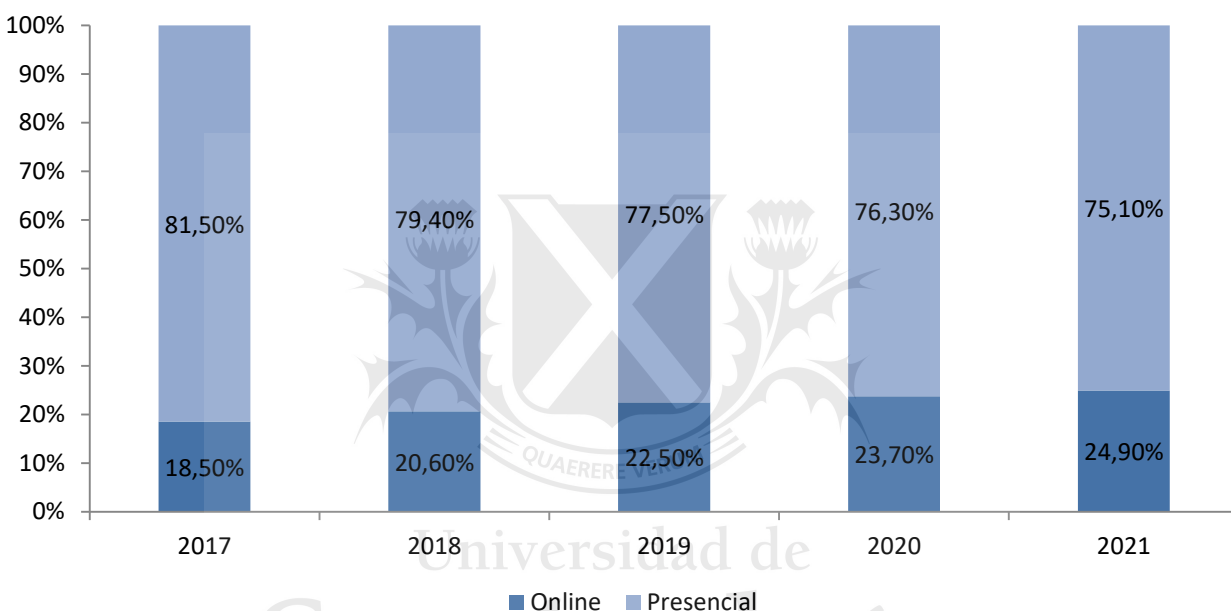
Es importante aclarar que en el gráfico previo cuando mencionamos e-commerce se refiere al sitio propio de la compañía, mientras que en el resto de los casos puede ser la compra de forma presencial u online a través de las distintas tiendas de los revendedores.

Al realizar el análisis, podemos ver el crecimiento del e-commerce desde 2017 a 2019 fue de casi un 3% y esto probablemente se expandió aún más estos últimos dos años dado el impacto de la pandemia en las compras virtuales. También, podemos notar que este crecimiento se dio particularmente por una disminución en las ventas a través de los revendedores de electrodomésticos, por lo que podemos notar una transferencia de clientes desde las tiendas de reventa hacia el canal directo de cada

una de las compañías, algo que demuestra el cambio de época a la hora de elegir los grandes electrodomésticos.

Para seguir con este análisis, veremos a continuación en el gráfico el porcentaje de las ventas que se hace de forma electrónica y que porcentaje de las ventas se realiza de manera presencial.

**Gráfico N° 23: Canales de venta, separado por presencialidad (2017-2021)**



Fuente: Statista

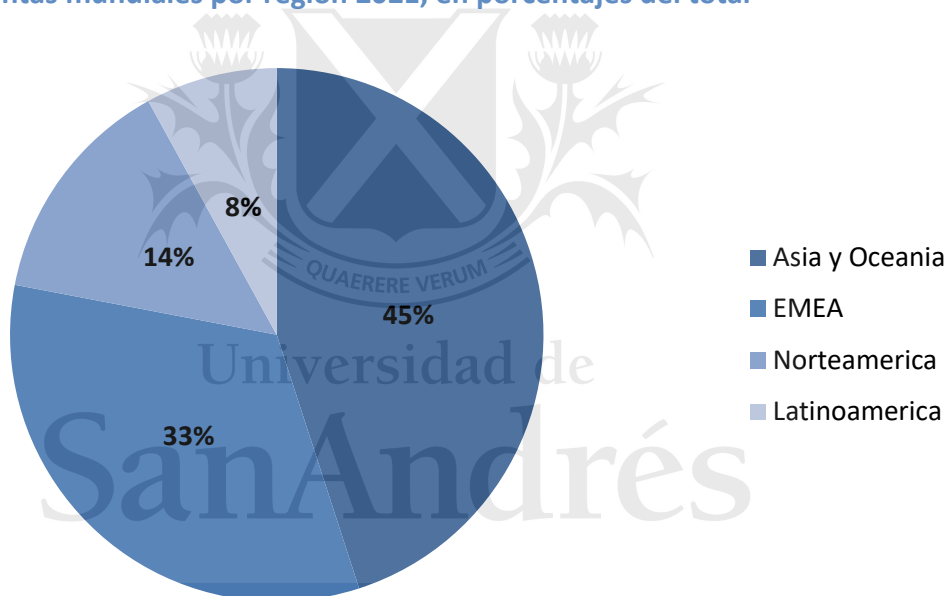
Como podemos observar, la gran mayoría de los clientes aun prefiere comprar sus electrodomésticos de manera presencial. Conectando este último análisis con el gráfico previo, podemos ver que es por eso que el principal canal de distribución sigue siendo a través de las tiendas de revendedores donde los clientes pueden comprar presencialmente sus electrodomésticos. Es importante aclarar que muchos de estos electrodomésticos tienen un precio elevado, tales como heladeras, lavarropas, lavavajillas, lo que hace que muchos clientes prefieran verlo de forma presencial, analizar sus funciones, comprobar su correcto funcionamiento, antes que comprarlo directamente de forma online a través de los sitios electrónicos de las propias empresas.

## 2.3 Ventas y perspectivas de la industria por región

Continuando con el análisis, en este apartado analizaremos como están compuestas las ventas de electrodomésticos por región y también, las proyecciones en cuanto al crecimiento de las ventas en cada una de las áreas, destacando las fortalezas o debilidades que tiene la compañía. Este punto será necesario para considerar la importancia de Whirlpool en ellas, que impactará directamente en el flujo de fondos descontados a desarrollar más adelante en este documento.

La composición de las ventas en el año 2021 fue la siguiente:

**Gráfico N° 24: Ventas mundiales por región 2021, en porcentajes del total**



Fuente: Statista

En base a este gráfico podemos observar las razones que llevaron a que Whirlpool deje de ser el líder en la venta de electrodomésticos a nivel mundial. Principalmente, el crecimiento del mercado asiático hace ya varios años, generó que las compañías con mayor penetración que Whirlpool en esta región experimenten crecimientos muy importantes, tal como es el caso de Haier y Midea, empresas de China que obtuvieron tasas de crecimiento de ventas muy grandes en los últimos años. Al mismo tiempo, compañías como LG, Panasonic o Samsung también tienen gran parte

de mercado. Si nos detenemos en este punto, podemos observar que la participación de mercado de Whirlpool en el continente asiático es solo del 1%. Este es uno de los puntos que la compañía está trabajando últimamente en busca de expandir el negocio en la región, principalmente por la cantidad de potenciales consumidores en base a la población de estos países, principalmente China e India. Además, la expansión de la clase media en los últimos años de esta región, permite un mayor nivel de ventas en cuanto al rubro de electrodomésticos. Tomando en conjunto estos datos, con los ya explicados de ventas y EBIT de Whirlpool en Asia, vemos las dificultades de la compañía para penetrar en el mercado, aun cuando el management sigue apostando a la consolidación de la marca en los años próximos.

En EMEA tenemos perspectivas dispares según la región. En cuanto al continente africano las perspectivas de crecimiento son muy altas, tomando como ejemplo el caso de Nigeria que se espera que los próximos años consolide sus tasas de crecimiento y desarrollo. Al mismo tiempo, no hay competidores tan consolidados en esta región, por lo que se permite una mayor penetración. Además, la mayoría de las casas aún no cuenta con gran variedad de electrodomésticos, por lo que en caso de existir un crecimiento en el consumo de las familias, se puede prever un crecimiento en esta región. En contraposición, la región de Europa cuenta con competidores muy fuertes europeos, tales como Electrolux o Bosch quienes se encuentran consolidados y con gran fidelización del mercado. Además, al tener mayores índices de desarrollo, en la mayoría de las familias ya se cuenta con electrodomésticos. Por lo que en esta región es muy importante la capacidad de innovar y desarrollar nuevas tecnologías para ofrecer, principalmente en Europa Occidental. Tanto en Europa Oriental como en Asia Occidental hay margen para el crecimiento en las ventas. En cuanto al posicionamiento del management para esta región, podemos comentar que le ha restado importancia en el último periodo, orientando sus motivaciones hacia Asia y Latinoamérica donde hay más espacio para crecer.

En cuanto al continente Latinoamericano, tampoco se ve una consolidación de una marca por sobre el resto de la competencia. Whirlpool tiene un gran porcentaje de

participación de mercado cercano al 6%, pero la volatilidad de la región, combinado con las constantes oscilaciones de tipos de cambios, dificulta la estabilidad de las ventas y el EBITDA de la compañía. Este es otro de los mercados donde puede haber un gran crecimiento en las ventas, tanto por la densidad demográfica como por la poca disponibilidad de electrodomésticos en los hogares de la región, pero al mismo tiempo la inestabilidad económica y política presentan un desafío.

Por último, el mercado norteamericano es donde Whirlpool obtiene sus mayores ganancias. Con una participación de mercado cercana al 17%, se consolida como uno de los líderes de mercado, principalmente en competencia directa con LG y Samsung, ambas compañías asiáticas. Si bien este mercado ya se encuentra con una gran penetración de productos electrodomésticos, las ventas pueden ser impulsadas con innovaciones tecnológicas que lleven a un mercado muy consumista a renovar sus electrodomésticos. En este mercado es importante volver a resaltar lo mencionado anteriormente en cuanto a la protección del gobierno estadounidense ante la competencia de empresas internacionales.

En base a los comentarios señalados por región, podemos concluir que la cuota de mercado global de Whirlpool se encuentra aproximadamente entre un 3,5% y 4%, lo que nos será útil para determinar si en el futuro la compañía podrá expandir esta participación, dato a tener en cuenta para nuestra proyección de futuros ingresos.

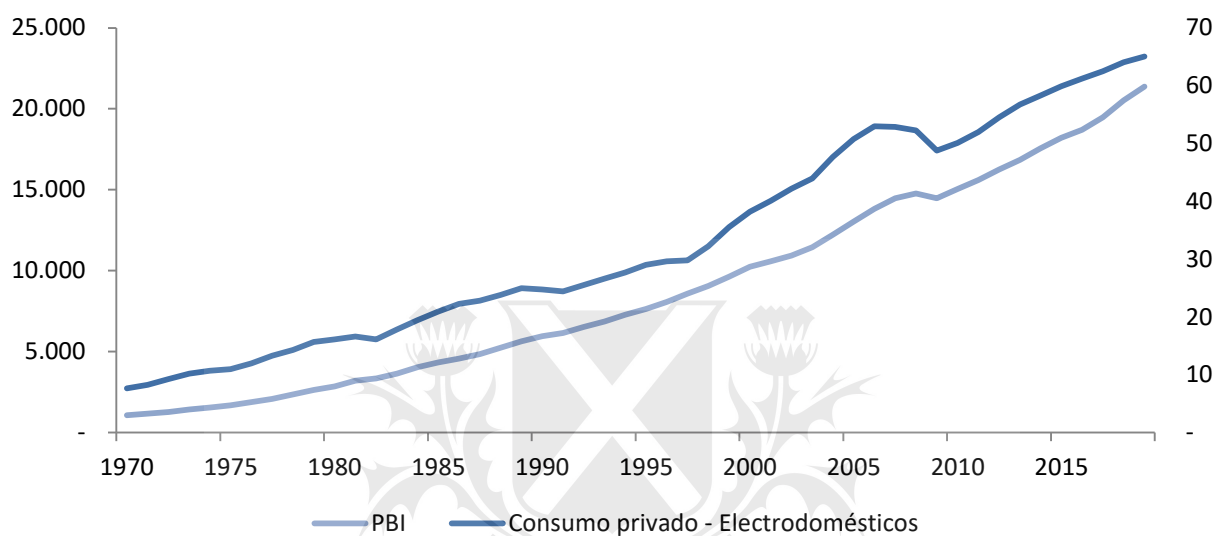
## 2.4 Principales variables que afectan al sector

### **Variables de la demanda**

La principal variable que afecta la demanda es el consumo de los hogares, que a su vez tiene varios factores que pueden modificar el comportamiento; entre estas variables encontramos: ingreso per cápita, nivel de endeudamiento de los hogares, y las expectativas de los consumidores.

A continuación podremos ver el comportamiento del Producto Bruto Interno y en el mismo gráfico, el consumo de los privados en electrodomésticos en los Estados Unidos en los últimos 50 años:

**Gráfico N° 25: Evolución de Producto Bruto Interno y consumo de electrodomésticos en Estados Unidos (1970-2020), en mil millones de dólares**



Fuente 1: Elaboración propia en base a FRED

Al analizar el gráfico podemos observar que la relación es bastante clara, cuando existe un aumento del PBI, aumentan también el consumo de electrodomésticos y por supuesto se da la relación de manera inversa. Vemos también que los movimientos son un poco más marcados, esto sucede tal como analizaremos con el Beta de Whirlpool contra el mercado, donde empresas más cíclicas dependientes de la economía pueden demostrar un beta más alto.

Pensando en las proyecciones a futuro, para Estados Unidos se espera un crecimiento real del PBI en 2022 del 3%, de 1,93% en 2023 y luego estabilizando el crecimiento para el futuro alrededor de 1,60%. Siendo el principal mercado de Whirlpool esto será tenido en cuenta a la hora de estimar las proyecciones para calcular el flujo de fondos. Pensando en las perspectivas mundiales de crecimiento, se esperaba

un crecimiento cercano al 4,5% en 2022, 3,75% en 2023 y luego estabilizándose en valores cercanos al 2,80%.

En cuanto a las expectativas a futuro es más difícil estimar cómo será el comportamiento de la población en un futuro por lo que no se tendrá en cuenta en el largo plazo para la estimación de los flujos en el futuro.

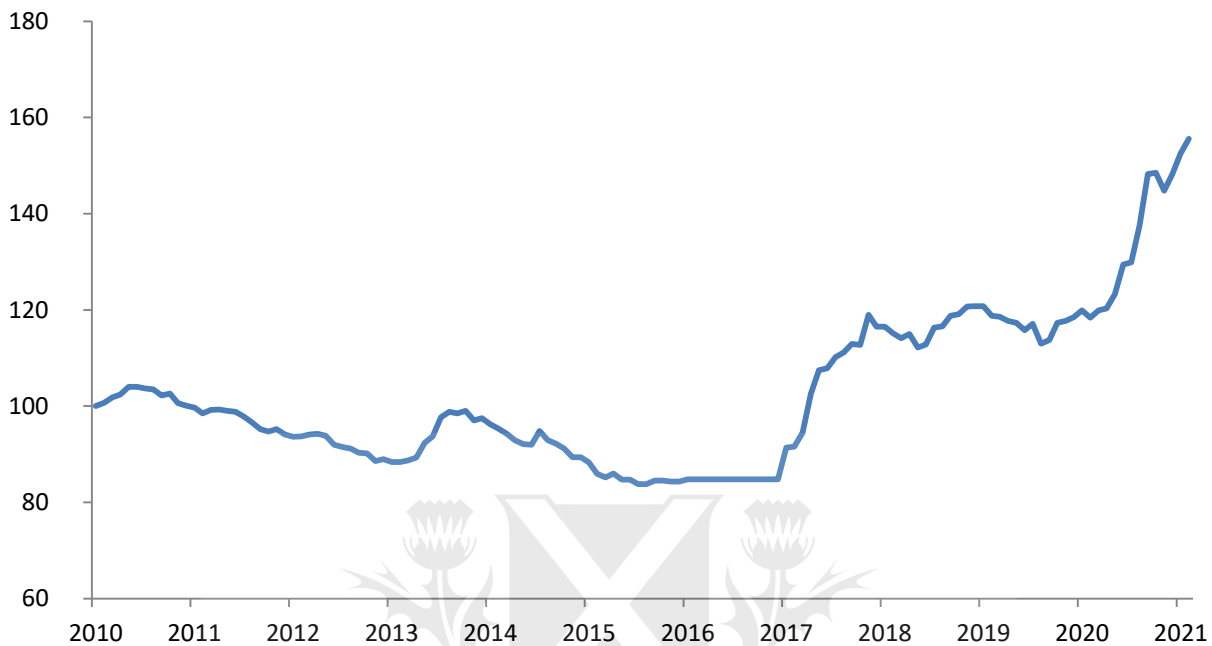
### **Variable de los costos**

Si nos posicionamos del lado de la producción podemos señalar ciertos factores que pueden generar presión sobre los márgenes, principalmente por la dificultad de trasladar este mayor costo hacia los precios.

El principal insumo en el último tiempo para los electrodomésticos es el acero, y en particular, el acero inoxidable. Como podemos ver en el siguiente gráfico, desde 2010 hasta 2017, vemos que el precio estuvo muy estable, incluso decreciendo levemente entre 2015 y 2017. A partir de ese año, hubo un salto aproximado del 20% estabilizándose en ese valor durante 3 años. A partir de 2020 la escalada en los precios de los commodities en general, y particularmente del acero en este caso, se aceleró. Hacia el fin de 2021, tomando 2010 como base 100, el precio se ubicó en 156, con un fuerte ascenso hacia el último año que se espera que aun siga aumentando.



**Gráfico N° 26: Evolución del precio del acero inoxidable, en Estados Unidos, en base 100 (2010-2021)**



Fuente: Elaboración propia en base de FRED

Las perspectivas a futuro sobre el precio del acero prevén que la suba continúe al menos por 2022. Luego, ante periodos de estabilización de la economía a nivel mundial esperados puede haber un retroceso en los precios de los commodities, incluyendo así el precio del acero.

Para complementar con el análisis, es importante señalar que el acero al mismo tiempo utiliza como materia prima mineral de hierro y carbón, que también pueden impactar en los precios del acero. En el periodo analizado hasta el momento, el comportamiento de estos dos bienes se comporta de igual manera al acero, con un alza en los últimos periodos.

Por último, también es importante señalar que el aluminio y el cobre son otras de las materias primas utilizadas en la industria de electrodomésticos. Nuevamente, si vemos el comportamiento de los precios, es similar al descrito en el gráfico previo para el acero con un aumento leve para el periodo 2017-2020 y desde ahí una importante escalada por las razones ya comentadas a lo largo del trabajo.

## 3. Análisis financiero

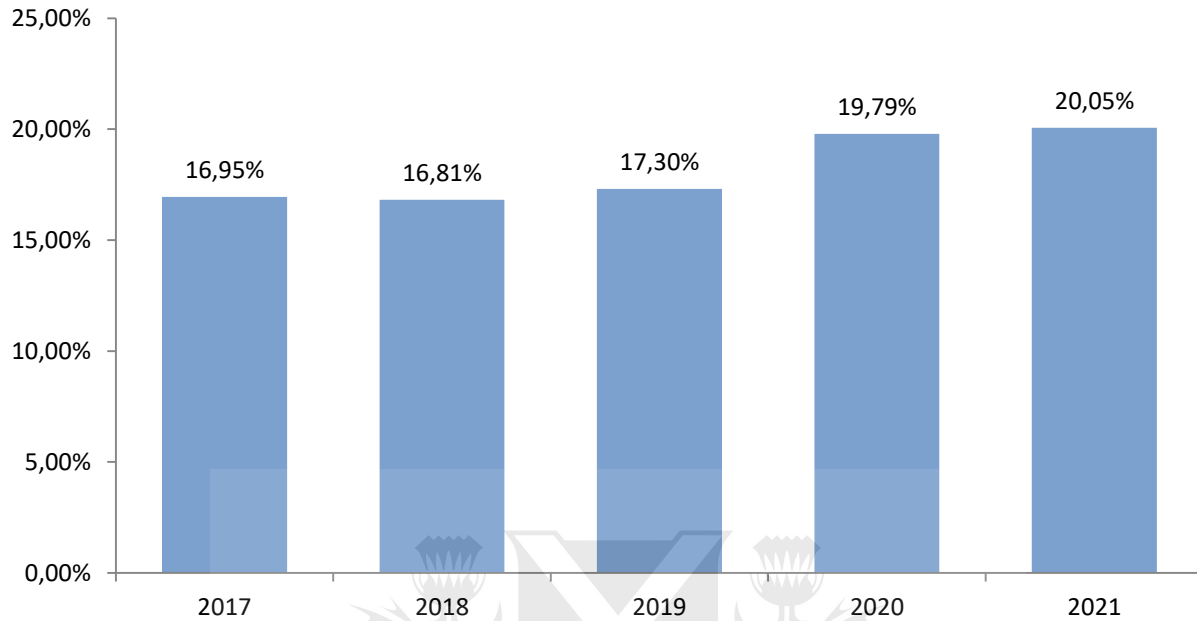
En la siguiente sección se realizará un análisis financiero de Whirlpool Corporation, teniendo en cuenta distintos indicadores relacionados al crecimiento, rentabilidad, la gestión operativa y la gestión financiera desde el año 2016 hasta el año 2021. En este último año también compararemos los principales indicadores de Whirlpool con los de sus principales competidores en la misma industria. Estos análisis que realizaremos en la sección, luego serán utilizados para definir los valores a tomar en el proceso de valuación que realizaremos en las siguientes secciones.

### 3.1 Ratios de Rentabilidad

#### 3.1.1 Margen bruto

Para comenzar con el análisis financiero de la compañía, y luego de haber mencionado en la primera sección las ventas de la compañía analizaremos el margen bruto. Este está compuesto por los ingresos por venta menos los costos de la mercadería vendida. A su vez, ese resultado lo dividiremos por las ventas para obtener el margen bruto.

**Gráfico N° 27: Evolución de margen bruto (2017-2021)**



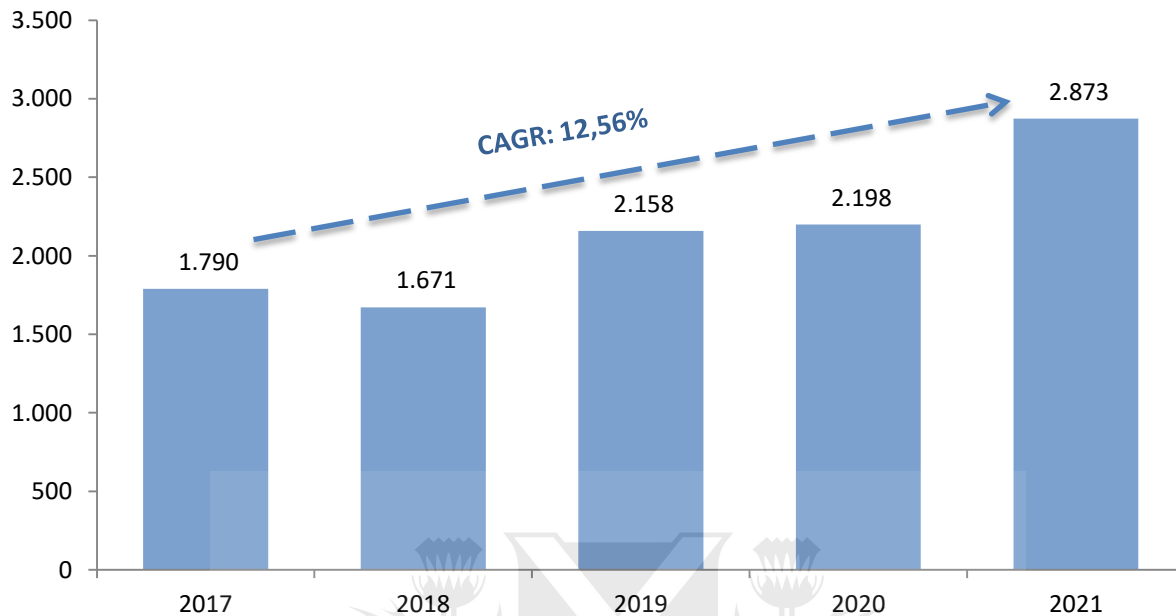
Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

Como se puede ver desde 2016 hasta 2019 los márgenes brutos se mantuvieron casi constantes alrededor del 17%. En 2020 vemos que el margen bruto aumentó en un 2,5% lo que resulto un gran resultado para la empresa aun con el impacto de la pandemia, y al notar con las ventas decrecieron se realizó un ajuste en los costos importante. Al mismo tiempo el 2021 consolidó esta tendencia ahora fortalecido por el aumento en las ventas netas, alcanzando un 20,05%.

### 3.1.2 Margen EBITDA

Con el fin de continuar evaluando la rentabilidad del negocio analizaremos el margen EBITDA. Para obtener este indicador es necesario deducir de los ingresos por ventas, los costos de las mercaderías vendidas y los gastos operativos, pero a diferencia del margen operativo, el margen EBITDA incluye los costos asociados a las depreciaciones y amortizaciones.

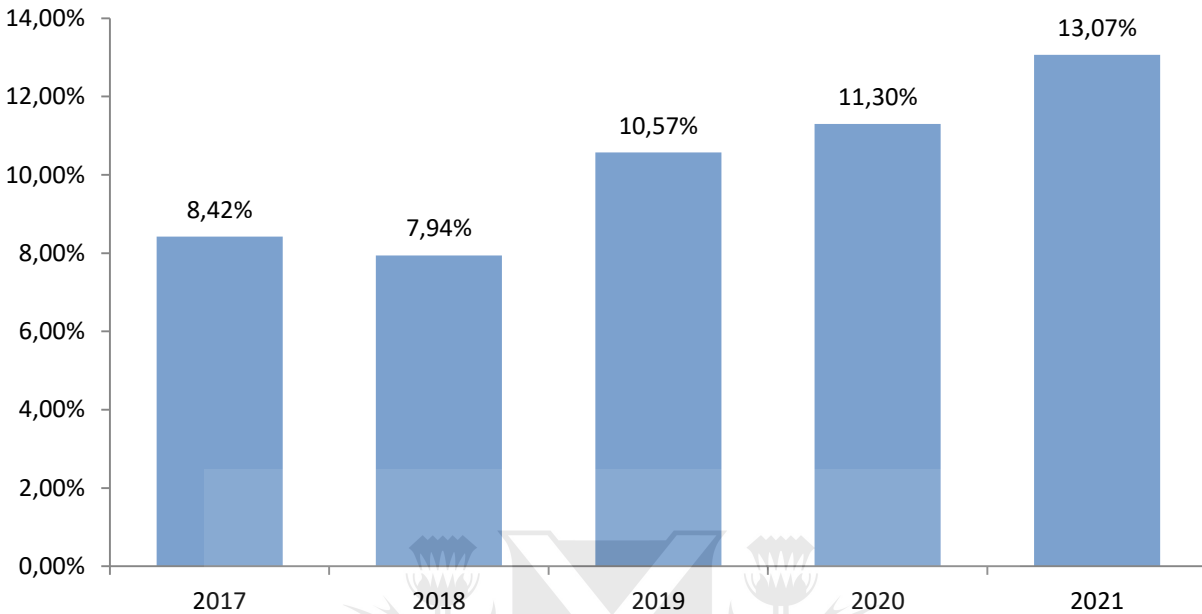
**Gráfico N° 28: Evolución de EBITDA (2017-2021), en millones de dólares**



**Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021**

Por supuesto lo que podemos ver es que la evolución de este indicador está altamente correlacionada con lo analizado en el resultado operativo y también podemos ver su conexión con las ventas netas a lo largo de los años. De 2017 al 2018 desde USD 1.790 millones a USD 1.671. Desde ese momento la compañía inició un camino ascendente dado tanto por el aumento en las ventas netas analizadas anteriormente pero también con la fuerte reducción de costos. En 2019 el EBITDA se consolidó en USD 2.158, alcanzando en el año 2020 el número de USD 2.198. Finalmente en el año 2021 consolidó este gran crecimiento en el indicador llegando al monto de USD 2.873.

**Gráfico N° 29: Evolución de margen EBITDA (2017-2021)**

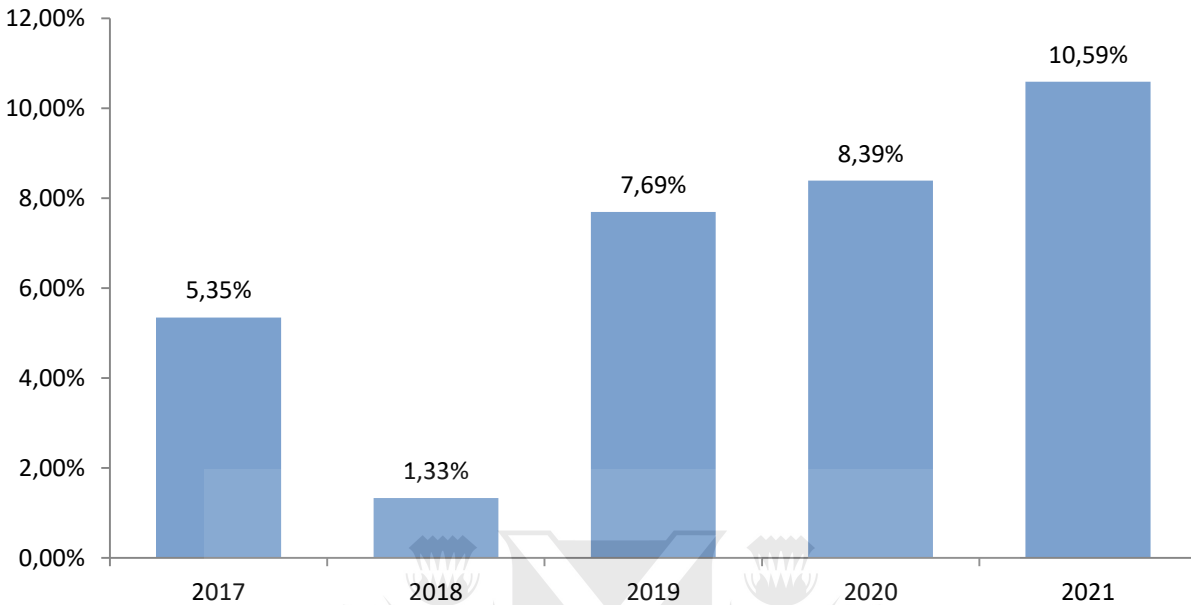


Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

### 3.1.3 Margen operativo

Ahora, si a las ventas netas descontamos también los gastos operativos sumados a los costos de mercaderías vendidas, y expresamos ese resultado en relación a las ventas netas obtenemos el margen operativo. Tomando en cuenta este ratio vemos que los resultados son muchos más dispares. Vemos que en 2017 el ratio de margen operativo fue 5,35%, disminuyendo hasta un mínimo de 1,33% en el año 2018. A partir de ese momento los gastos operativos disminuyeron fuertemente, lo que llevo a recuperar gran parte del margen e incluso superar al de los años anteriores, alcanzando en el año 2020 un margen operativo de 8,39%, acompañando así también el crecimiento en el margen bruto. Por último, la tendencia también continúa en el año 2021 alcanzando un margen operativo de 10,59% acompañando lo analizado en el margen bruto. Esto lo podemos ver en el siguiente gráfico:

**Gráfico N° 30: Evolución de margen operativo (2017-2021)**

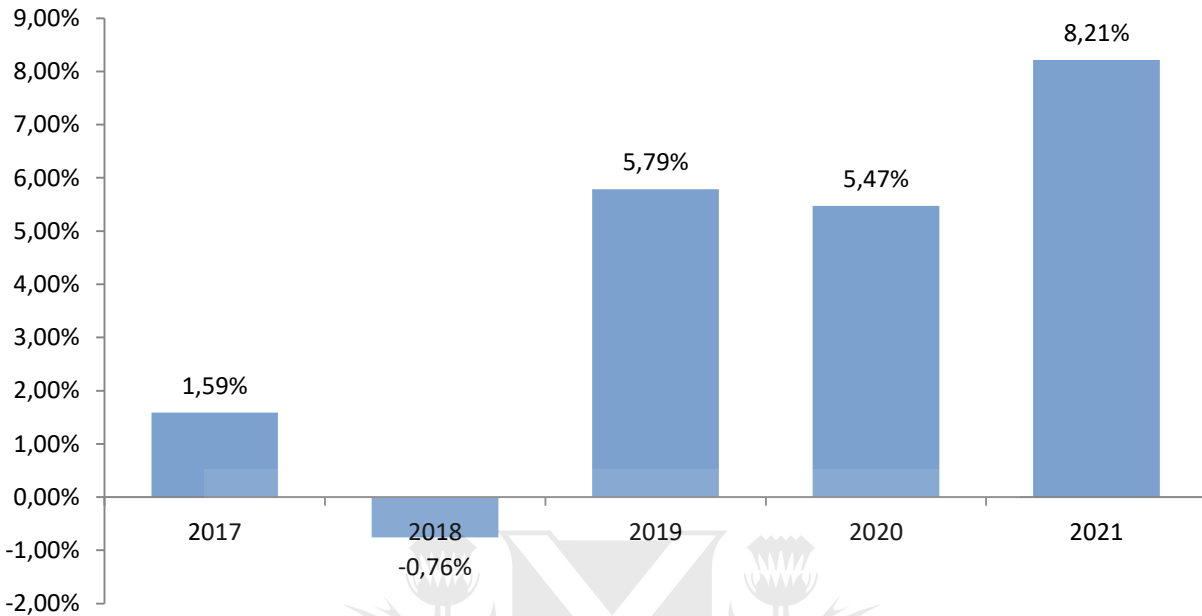


Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

### 3.1.4 Margen neto

En línea con lo hasta aquí analizado en los márgenes previos, finalmente llegamos al margen neto donde se calcula el resultado neto en relación a las ventas del periodo. Como podemos ver, lógicamente el comportamiento es muy similar a lo analizado. El principal dato que podemos otorgar es que en el año 2018 el resultado neto fue negativo y desde ese entonces el crecimiento en los márgenes fue muy positivo para Whirlpool, alcanzando un gran margen de 8,21% para el año 2021.

**Gráfico N° 31: Evolución de margen neto (2017-2021)**

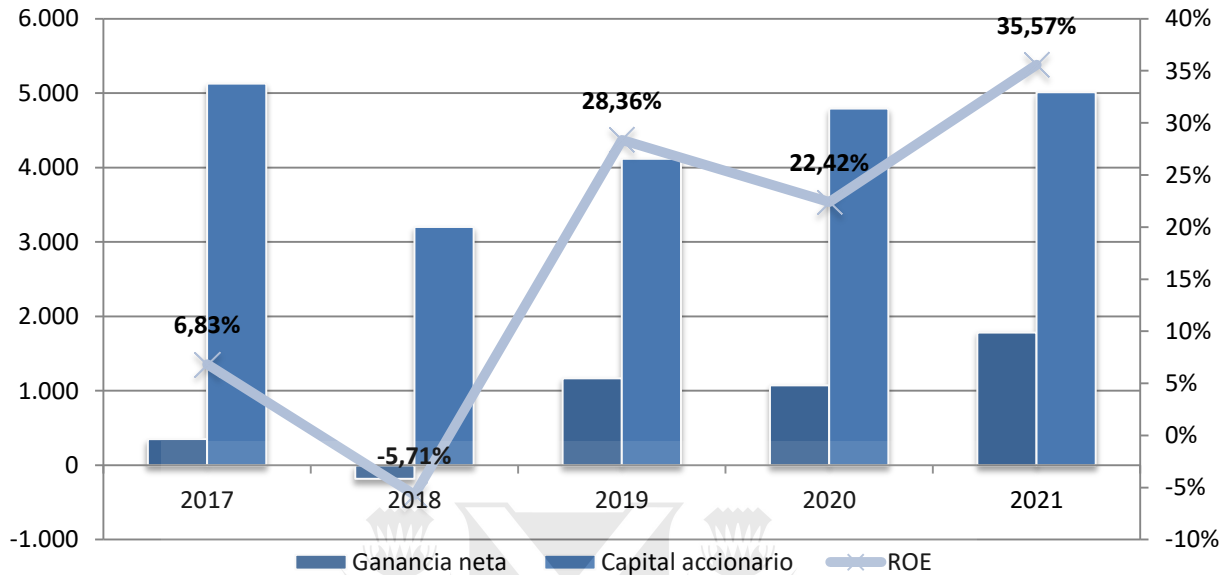


Fuente: Elaboración propia en base a reporte anual Whirlpool Corporation

### 3.1.5 ROE- Rentabilidad del capital

Para continuar con el análisis de rentabilidad de la compañía se utilizará la rentabilidad sobre el capital, tal como su nombre lo indica, para obtener este indicador es necesario dividir la ganancia neta de la compañía por las acciones en manos de los accionistas. La importancia de este indicador radica en que permite analizar la eficiencia de la compañía sobre la proporción del capital, es decir que un aumento de este indicador nos podrá indicar, por ejemplo, un aumento en la eficiencia de la rentabilidad sobre el patrimonio.

Gráfico N° 32: Evolución del retorno sobre capital de los accionistas (2017-2021)



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

En este gráfico podemos observar el comportamiento tanto de la ganancia neta como del capital accionario y por último, la relación entre ambos expresada con el ROE. Podemos ver que la empresa tuvo ganancias netas muy bajas en el año 2017 pasando a ser negativas en el año 2018. A partir de ese momento consolidó el camino de crecimiento tal como vimos en los indicadores previos, aumentando su ganancia neta considerablemente hacia finalizar en 2021 con USD 1.783 millones. En cuanto al patrimonio de los accionistas podemos observar que en el año 2017 estaba en un monto elevado de USD 5.128 millones, decreciendo considerablemente para el año 2018. Luego, al igual que la ganancia neta, comenzó a crecer nuevamente hasta llegar al año 2021 con un monto cercano a los USD 5.000 millones.

En base al análisis realizado podemos observar en momento el comportamiento del indicador ROE. En el año 2017 se ubicó en un 6,80%, decreciendo lógicamente al año 2018 debido a que la ganancia neta fue negativa. Luego, a partir del 2019 el crecimiento observado en las ganancias netas fue mayor al crecimiento del patrimonio en mano de los accionistas, lo que llevo a que el ROE crezca fuertemente, ubicándose

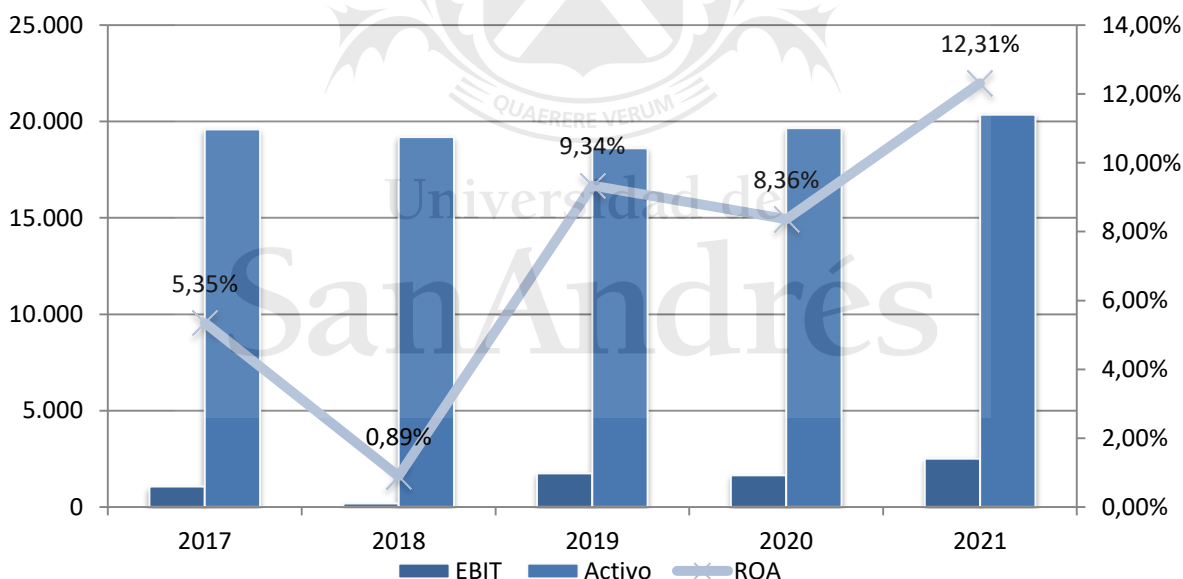


en el año 2019 en 28%, decreciendo levemente hacia el año 2020 hasta 23% impactado tanto por las ganancias netas como por el capital accionario, y por ultimo creciendo fuertemente nuevamente en el año 2021 por el impacto del aumento en las ganancias netas.

### 3.1.6 ROA- Rentabilidad de los activos

En este caso el indicador se obtiene calculando el EBIT sobre el total de activos de la compañía. Para calcularlo también se puede utilizar el promedio de los últimos dos años del activo para obtener un número más estable. En el caso de Whirlpool lo calcularé de esta manera para eliminar en caso que existan fuertes distorsiones del activo entre año y año, incluso entre inicio y cierre del mismo.

**Gráfico N° 33: Evolución del retorno sobre activo (2017-2021)**



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

El comportamiento del EBIT ya fue analizado previamente en el análisis de márgenes. Ahora analizando el activo podemos ver que a lo largo de los años se mantuvo prácticamente estable en los mismos niveles, iniciando en 2017 con un valor de USD 19.595 millones y finalizando en el 2021 en USD 20.360 millones. Vale aclarar

que se utiliza el promedio de dos años, es decir el valor inicial y el de cierre en promedio. Como podemos observar el ROA tiene un comportamiento similar al ROE a lo largo de los años, ya que principalmente está influenciado por las ganancias. En el año 2017 se ubicó en 5,35%, decreciendo en el año 2018 debido hacia 0,89% y subiendo fuertemente en el 2019 alcanzando 9,34%, decreciendo levemente en 2020 hasta 8,36% y finalmente alcanzando un gran ROA en el año 2021 de 12,31%. Luego se analizará estos indicadores contra los del sector y la industria, pero en un principio se puede observar que el ROA del año 2021 fue totalmente positivo.

### 3.1.7 Análisis de Dupont

Para continuar con el estudio de rentabilidad, se utilizará el análisis de Dupont. El sistema Dupont nos permite analizar la eficiencia de la compañía e identificar en que variables la compañía gana o pierde rentabilidad desde distintas dimensiones observadas.

De esta forma obtendremos el ROE utilizando en la formula el margen neto, la rotación de activos y el multiplicador de capital.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}} \times \frac{\text{Activos}}{\text{Re cursos propios}}$$

Tabla Nº 2: Evolución de Análisis Dupont

<i><b>Analisis Dupont</b></i>	<i><b>Whirlpool Corporation</b></i>				
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>ROE (UN/PN)</b>	<b>6,8%</b>	<b>-5,7%</b>	<b>28,4%</b>	<b>22,4%</b>	<b>35,6%</b>
Margen neto (UN/Ventas)	1,65%	-0,87%	5,72%	5,53%	8,11%
Rotacion de activos (Ventas/Activos)	1,06	1,15	1,08	0,95	1,08
Multiplicador de capital (Activos/PN)	3,91	5,72	4,58	4,26	4,05

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

En base al análisis de Dupont podemos analizar las dimensiones de cómo está afectado el ROE, y su implicancia en la evolución del indicador. En 2017, podemos observar que el ROE fue de 6,8% principalmente marcado por el bajo margen neto observado en el año. Como podemos observar a lo largo de los años, el número consignado tanto en la rotación de activos como en el multiplicador del capital es relativamente estable a lo largo de los años, con algunas excepciones que comentaré a continuación.

En el año 2018 vemos que el ROE es negativo dado que el margen neto de este año fue negativo, haciendo de esta forma que la implicancia de la rotación de activos y el multiplicado de capital no sea tal. Incluso, si observamos esos valores son los mayores en los 5 años de análisis en la presente tabla.

Ya en el año 2019 podemos ver un crecimiento fuerte en el margen neto que llevo al ROE a 28,4%, mucho mayor que los años anteriores. Podemos ver que la rotación de activos y el multiplicador de capital disminuyeron respecto de 2018 pero fue tal la implicancia del crecimiento en el margen influenciando fuertemente el resultado obtenido.

En 2020 los tres componentes del análisis de Dupont disminuyeron levemente, lo que llevaron al indicador ROE a caer hasta el 22,4%.

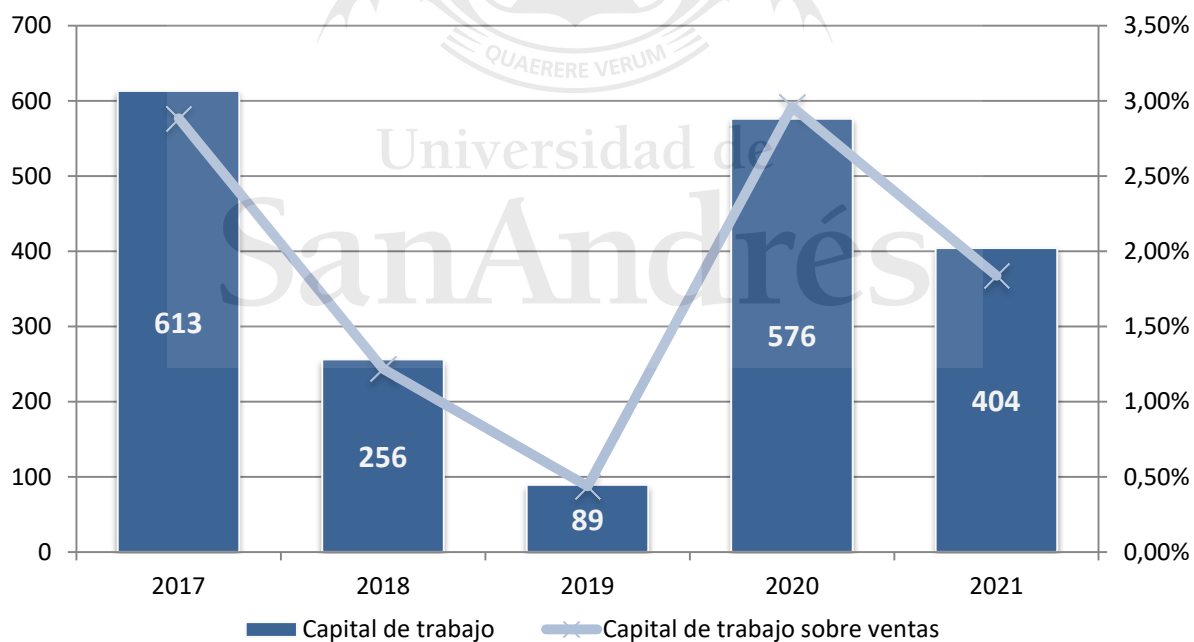
Si analizamos el comportamiento en 2021, vemos que nuevamente el crecimiento en el margen neto fue el mayor componente del aumento en el ROE, llevándolo hasta un excelente resultado de 35,6%, el mayor de los últimos 5 años. Incluso ante una disminución del multiplicador de capital, y con una leve implicancia de la rotación de activos.

## 3.2 Ratios Operativos

### 3.3.1 Evolución del capital trabajo neto

Comenzando con los indicadores de gestión operativa, el capital de trabajo neto está compuesto por las cuentas a cobrar e inventario, siendo disminuidos por el saldo de las cuentas a pagar a los proveedores. Otra de las formas de calcular el capital de trabajo puede ser contabilizar el activo corriente menos el pasivo corriente. En esta ocasión se calculará el ratio en base a la primera forma de cálculo. Al análisis del monto total, también se le agregara el ratio sobre las ventas para ver su evolución a lo largo de los últimos años.

Gráfico N° 34- Evolución del capital de trabajo (2017-2021), en millones de dólares y en relación a las ventas



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

El capital de trabajo en la compañía tuvo interesantes variaciones a lo largo de los años. En 2017 el capital de trabajo se ubicó en USD 613 millones. Si dividimos este

valor por las ventas del año, podemos observar que se ubicó en 2,88%. En el año 2018 ya vemos una importante caída, dejando el capital de trabajo en USD 256 millones, y el ratio sobre ventas también decreció hasta 1,22%. Continuando con la caída en el año 2019 observamos USD 89 millones como capital de trabajo y el ratio en 0,44%. A partir de ese año vemos un fuerte crecimiento tanto en montos totales como en el ratio por ventas. En 2020 el capital de trabajo se ubicó en USD 576 millones, con un ratio de 2,96%. En 2021 decrecieron levemente hasta USD 404 millones, con un porcentaje de 1,84%.

### 3.3.2 Días de inventario, cuentas a cobrar y proveedores

En este punto analizaremos los días de inventario, de cobro y de pago a proveedores que nos servirán para analizar los tiempos estimados del ciclo operativo de la compañía.

**Tabla Nº 3: Ratios de actividad Whirlpool (2017-2021)**

<b>Whirlpool Corporation</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Días de inventario	58,0	57,6	53,7	55,4	52,1
Días de cuentas a cobrar	46,2	42,3	39,4	49,8	51,5
Días de proveedores	95,3	96,8	97,5	109,7	106,4

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation

Para comenzar vemos que los días de inventario fueron disminuyendo año tras año a excepción del año 2020 debido a la pandemia, alcanzando los 52,1 días aumentando la rotación en el periodo. Luego se analizará este ratio con los competidores para verificar si está en los parámetros de la industria.

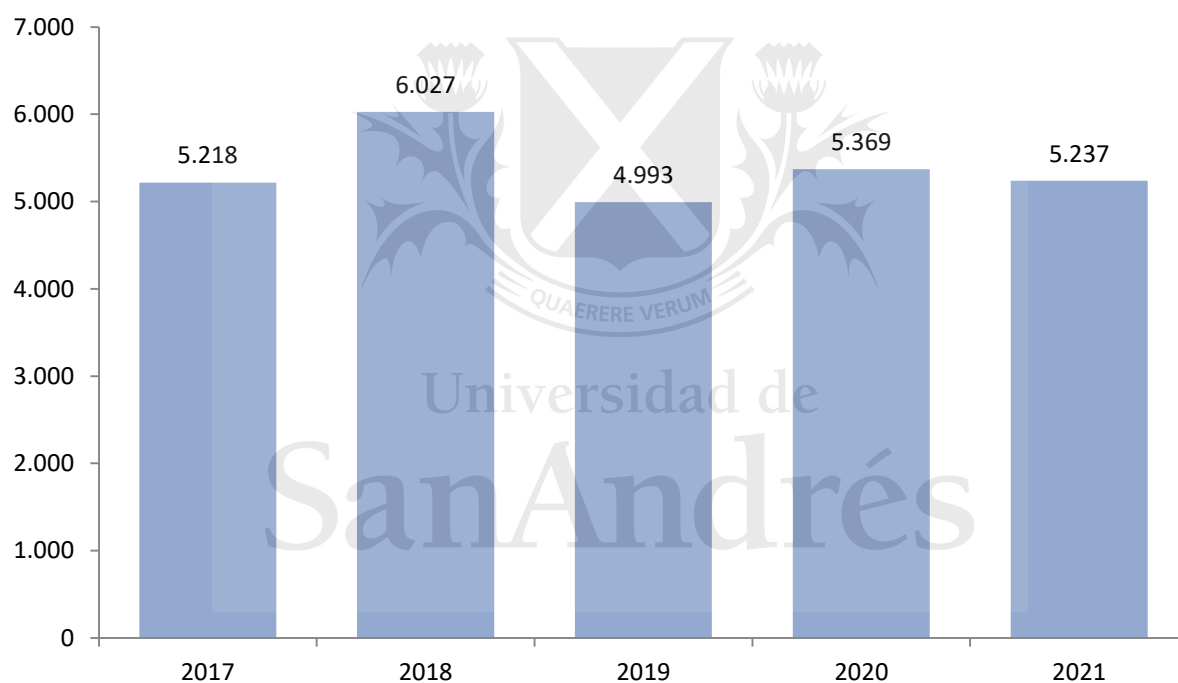
En cuanto a los días de cuentas a cobrar vemos que este ratio empeoró año tras año, aumentando los días necesarios para el cobro con un fuerte incremento tanto en el año 2020 como en 2021. Pero este ratio se debe analizar en conjunto con los días de pago a proveedores, ya que podemos ver que el aumento de las cuentas a cobrar

también se dio con un aumento en el plazo de pago a proveedores por lo que podemos ver que la compañía aumento los plazos de financiamiento tanto de lado de los activos como los pasivos.

### 3.3 Ratios Crediticios

#### 3.3.1 Evolución de la deuda financiera

Gráfico N° 35: Evolución de la deuda financiera (2017-2021), en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

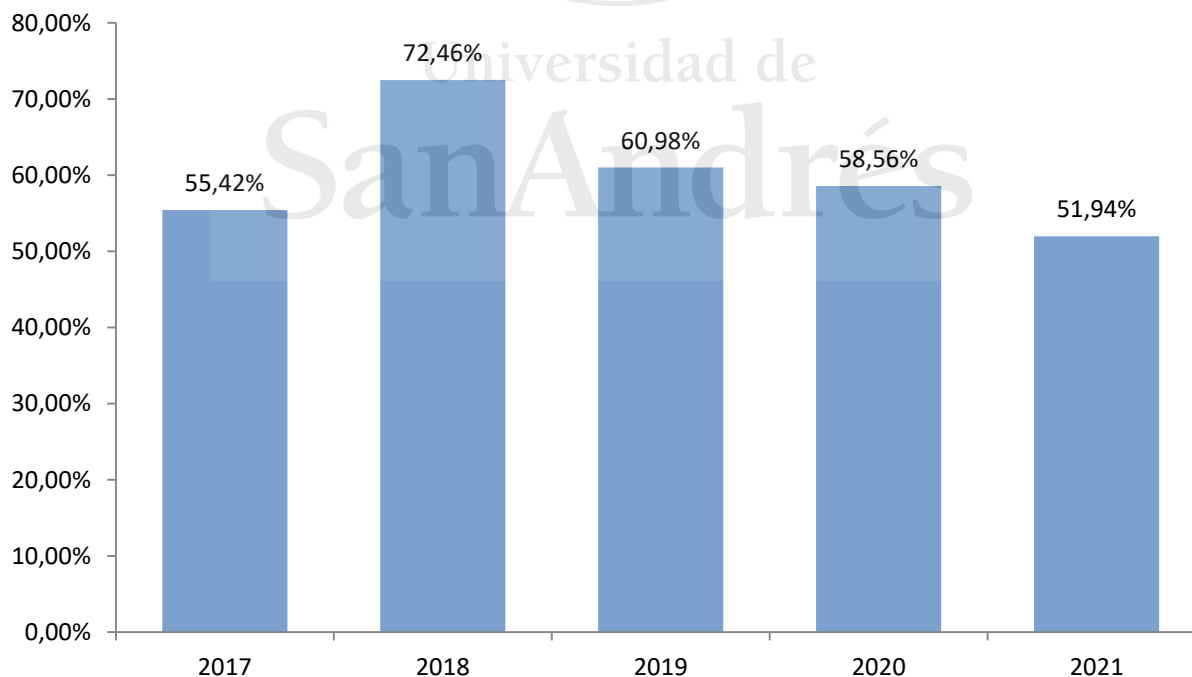
En cuanto al análisis de la gestión financiera, como se puede observar en el grafico la deuda de Whirlpool se mantuvo estable durante el periodo observado teniendo leves variaciones año a año. Para poder tener un mejor entendimiento de la composición de la deuda financiera, en la siguiente tabla podemos analizar la composición del año 2021:

Composición de deuda financiera		2021	
	USD Millones	%	
Deuda de largo plazo	4929	94,12%	
Porción corriente de deuda largo plazo	298	5,69%	
Notas	10	0,19%	
	<b>5237</b>	<b>100,00%</b>	

### 3.3.2 Razón de endeudamiento y estructura financiera

En este caso para continuar el análisis de la estructura financiera de la empresa utilizaré la razón de endeudamiento, tomando la deuda sobre la suma de las deudas más el patrimonio neto. De esta forma veremos cómo está compuesta la estructura financiera, complementando el análisis del apalancamiento visto previamente.

Gráfico N° 36: Evolución del ratio de endeudamiento (2017-2021)

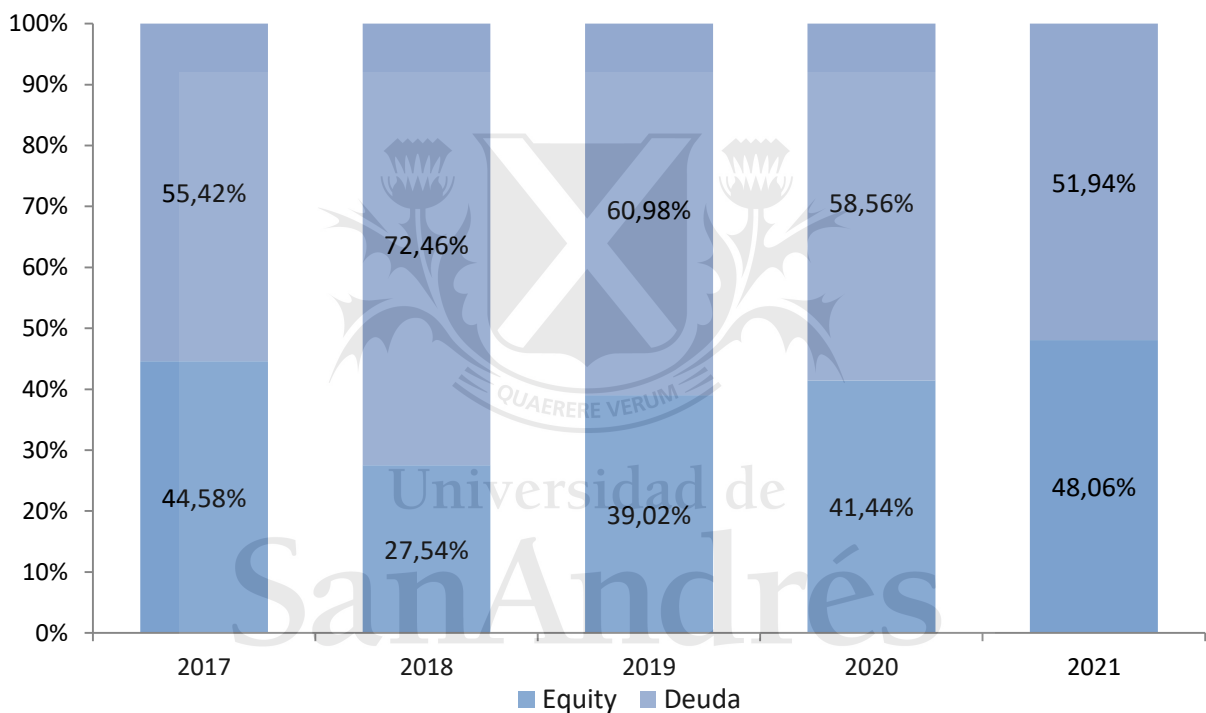


Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

Como podemos ver en el gráfico nuevamente vemos que el año 2018 fue muy distinto al ratio obtenido en los distintos años, tal como ya analizamos en el apalancamiento. Nuevamente podemos observar que los valores en el resto de los periodos analizados se mantienen estables en el rango entre 48% y 60%.

Por lo tanto la estructura financiera de la empresa a lo largo del periodo quedo constituida de la siguiente forma:

**Gráfico N° 37: Evolución de la estructura financiera (2017-2021)**



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

### 3.3.3 Ratio de liquidez

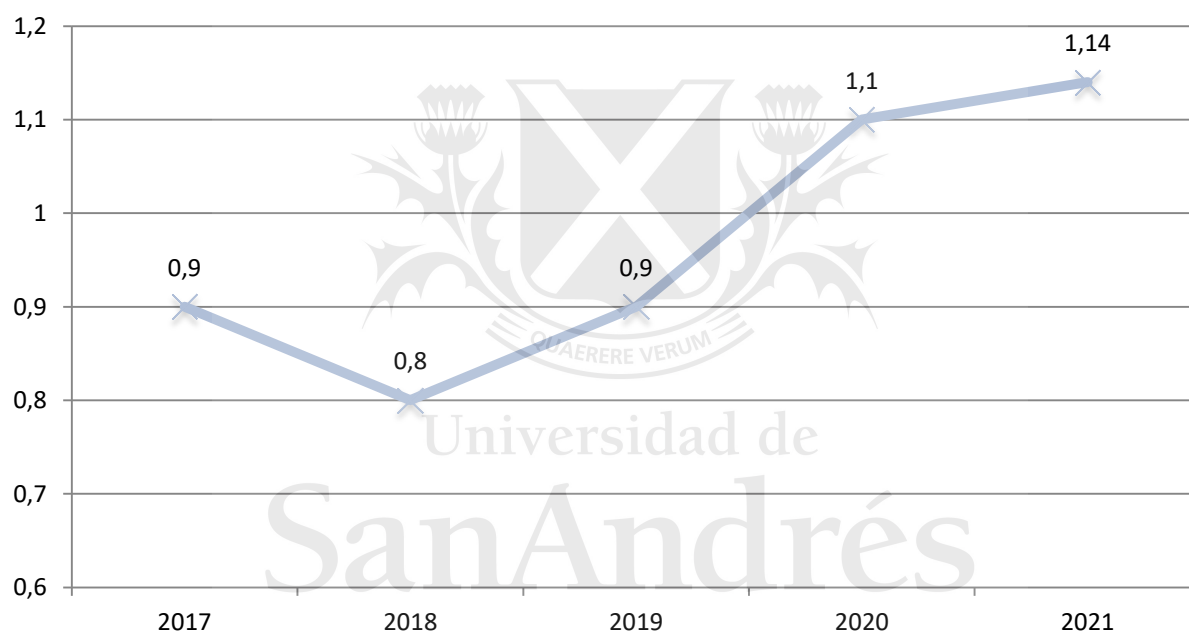
Otro indicador interesante para analizar es el ratio de liquidez. En este caso la forma de obtener el ratio es dividir los activos corrientes por los pasivos corrientes y de esa manera observar su comportamiento en el tiempo. También esto nos ayudara a complementar lo visto en los indicadores anteriores donde tomábamos tanto



indicadores de corto plazo como de largo plazo, para hacer un enfoque en aquellos activos y pasivos corrientes.

Como podemos observar en el gráfico a continuación, vemos que desde alcanzar un mínimo en 2018, fue creciendo de gran manera, alcanzando incluso en el último año el valor más alto de los 6 años. De esta manera podemos observar que los activos corrientes sobrepasan los pasivos corrientes, lo que da una señal de tranquilidad financiera en el corto plazo.

**Gráfico N° 38: Evolución del ratio de liquidez (2016-2021)**

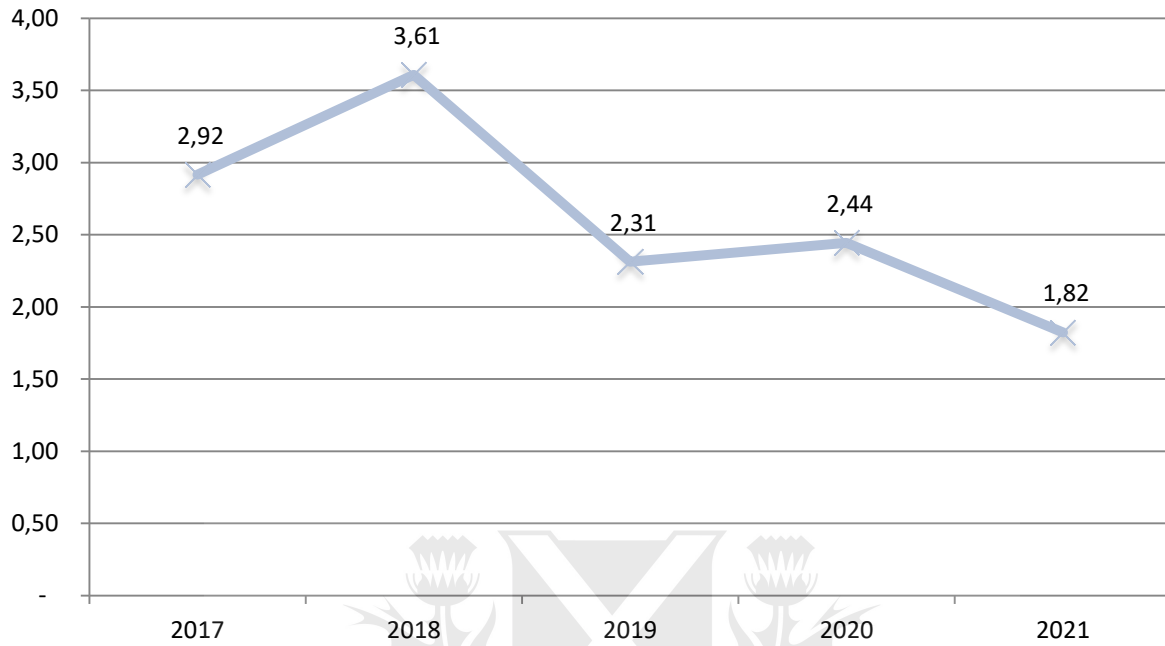


Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

### 3.3.4 Deuda/EBITDA o Plazo de repago de la Deuda

Este indicador nos permite observar cuanto tiempo necesitaríamos para poder pagar la deuda que tomamos, calculando la deuda al cierre del año sobre la ganancia neta antes de impuestos, amortizaciones y depreciaciones. En este caso cuanto menor sea el ratio podría significar una mayor tranquilidad financiera.

**Gráfico N° 39: Evolución del ratio Deuda/EBITDA (2017-2021)**



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

Como podemos observar y alineado a todos los indicadores financieros que se analizaron hasta el momento, el año 2018 fue el periodo con mayor ratio, es decir cuando más tiempo se necesitaría para pagar la deuda tomada.

A partir del año 2018 en adelante vemos un constante decrecimiento de este valor, alcanzando en el año 2021 el mejor ratio de tan solo 1,82 deuda sobre EBITDA para pagar la deuda tomada.

## 4. Evaluación Whirlpool vs competidores

A continuación se analizarán los principales indicadores hasta acá analizados para Whirlpool en comparación con los competidores directos. Los competidores elegidos para este análisis fueron aquellos considerados más similares en cuanto a sus líneas de negocios, ya que algunos otros competidores tienen un abanico mucho más amplio de productos ofrecidos tal como pueden ser las compañías Samsung o LG.

**Tabla Nº 4: Evaluación de indicadores de rentabilidad con competidores**

Indicadores de rentabilidad	Whirlpool	Electrolux	Midea	Haier
ROA (UO/Activos)	12%	4%	8%	9%
ROE (UN/E)	36%	24%	25%	17%
Margen Bruto	20%	20%	24%	21%
Margen EBITDA	13%	10%	11%	9%
Margen Operativo	11%	7%	9%	6%

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021, Reporte Anual Electrolux, Midea y Haier, Investing.com

Cuando analizamos el retorno sobre los activos, aquí vemos a Electrolux con valores extremadamente diferenciados de las otras tres compañías, con un bajo retorno sobre activos del 4%. En cambio, Whirlpool tiene el mejor retorno sobre activos alcanzando el 12%. Midea y Haier se encuentran en el medio con un 8% y 9% respectivamente.

Ahora cuando analizamos el ROE vemos que quien tiene el mayor retorno sobre el equity es Whirlpool con un resultado del 36%. En cuanto a Electrolux, el ROE es de 24% muy cerca de Midea con un 25%. Por último, el menor ROE es el de Haier con tan solo un 17%.

Al analizar los márgenes podemos ver que los resultados son muy similares en las 4 compañías, aun teniendo rendimientos dispares entre los distintos márgenes dentro de cada compañía. EN el caso de Whirlpool ya fueron analizados en la extensión del presente trabajo, por lo que compararemos en primer lugar con Electrolux.

Podemos observar que parten ambas empresas del mismo margen bruto del 20%, pero que al llegar al margen EBITDA Whirlpool tiene un mejor rendimiento alcanzando el 13%, mientras que Electrolux alcanza un 10%. Esa misma tendencia se confirma cuando calculamos el margen neto donde Whirlpool consigue un 11% mientras que Electrolux disminuye hasta el 7%. En el caso de Midea y Haier, ambas compañías inician con un margen bruto mayor que Whirlpool pero al pasar al margen EBITDA estos rendimientos se desploman, lo que nos permite observar la importante implicancia de los costos involucrados entre un margen y otro para Midea y Haier. Partiendo de un 24% y 21% respectivamente, su margen EBITDA es de 11% y 9%. En cuanto a la diferencia entre margen EBITDA y margen neto la tendencia es muy parecida en las cuatro compañías.

**Tabla Nº 5: Indicadores de la gestión operativa con competidores**

Indicadores de la gestión operativa	Whirlpool	Electrolux	Midea	Haier
Capital de trabajo en relación a ventas	1,84	4,20	1,04	0,57
Días de inventario	52,10	60,49	55,08	55,58
Días de cuentas a cobrar	51,50	65,06	30,25	24,51
Días de proveedores	106,40	129,64	90,86	145,67

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021, Reporte Anual Electrolux, Midea y Haier, Investing.com

Continuando con los indicadores de gestión operativa, analizaremos el ratio de capital de trabajo en relación a las ventas. Aquí vemos un comportamiento bastante dispar entre las distintas compañías. Encontrando a Whirlpool con un ratio de 1,84 ubicado entre medio de sus competidores. En cambio el ratio capital de trabajo sobre ventas de Electrolux es muy elevado, alcanzando un 4,20. Para Midea y Haier este ratio disminuye notablemente hasta 1,04 y 0,57.

Ahora cuando analizamos el inventario promedio sobre el costo de los bienes vendidos vemos que el ratio se mantiene en valores relativamente similares para las cuatro compañías, sin grandes variaciones entre ellas.

En cuanto a los días de cuentas por cobrar ya notamos la diferencia entre las compañías. Las compañías chinas muestran una menor cantidad de días para las cuentas a cobrar, mientras que tanto Electrolux como Whirlpool casi duplican estos días. Al mismo tiempo analizándolo junto a los proveedores vemos como tenemos una gran dispersión entre las compañías. Haier es la que mejor ratio tendría debido a su corto plazo de cobro y largo de pago a proveedores. En cuanto a Midea vemos ambos indicadores en un periodo más corto. Nuevamente, podemos verificar que Whirlpool se encuentra en el punto medio entre los distintos competidores.

**Tabla Nº 6: Indicadores de la gestión financiera con competidores**

<b>Indicadores de gestion financiera</b>	<b>Whirlpool</b>	<b>Electrolux</b>	<b>Midea</b>	<b>Haier</b>
Ratio de endeudamiento (D/A)	0,52	0,35	0,42	0,23
Cobertura de intereses (EBITDA/Intereses)	16,42	18,48	16,08	6,68
Plazo de repago de la deuda (D/EBITDA)	1,82	0,71	3,17	4,35
Ratio de liquidez (AC/PC)	1,14	1,08	1,37	1,03

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021, Reporte Anual Electrolux, Midea y Haier, Investing.com

Por último, analizaremos los indicadores financieros de las 4 compañías. Para empezar analizaremos el ratio de apalancamiento. Aquí vemos que Whirlpool es el principal endeudado en su estructura financiera, con un ratio de 0,52. En cambio, vemos que Haier es la compañía con menor apalancamiento de las 4, con un ratio bajo de 0,23. Luego se ubica Electrolux con un monto un poco mayor de endeudamiento llegando al 0,35 y por último, Midea tiene un ratio de endeudamiento un poco mayor, alcanzando el 0,42.

Siguiendo con el análisis, veremos la cobertura de intereses calculado con el EBITDA sobre los intereses. En este análisis vemos claramente una compañía que no está en sintonía con el resto. Haier tiene un ratio de 6,68, muy inferior al promedio. En cambio, Whirlpool tiene un indicador de 16,42, Electrolux de 18,48 y Midea de 16,08, lo que nos permite determinar que tienen una posición mucho más sólida en cuanto a los intereses financieros a pagar en los próximos años.

Si comparamos el plazo de repago de la deuda vemos nuevamente que Electrolux tiene una posición muy sólida ya que sería capaz de pagar su deuda en 0,71 años. Whirlpool también tiene una posición fuerte respecto a su deuda ya que podrá repagar en 1,82 años. En cambio, Midea y Haier no tienen indicadores tan sólidos. Midea tardaría 3,17 años en poder repagar su deuda, y Haier aun peor tardando 4,35. Esto está en concordancia con los indicadores analizados hasta este momento para la empresa, viendo una posición debilitada financieramente.

Por último compararemos el ratio de liquidez para verificar como están las empresas financieramente en el corto plazo. Aquí podemos observar nuevamente números similares entre las compañías. Aquí podemos ver nuevamente las complicaciones financieras de Haier ya que en comparación es la quien tiene el menor ratio de liquidez, con un indicador de 1,03. Luego, podemos observar a Electrolux con 1,08. Esto nos permite observar que la posición financiera de Electrolux es muy sólida en el largo plazo, pero comparativamente en el corto plazo no se encuentra entre las más fuertes. Whirlpool por su parte tiene un ratio de liquidez un poco mejor que los dos competidores mencionados, alcanzando el 1,14, mientras que Haier quien contaba con ratios no tan sólidos de los enumerados anteriormente es quien tiene el mejor ratio de liquidez alcanzando el 1,37.

Universidad de  
San Andrés

## 5. Valuación

En esta sección se realizará la valuación del capital accionario de Whirlpool al 31 de diciembre de 2021. Para ello se procederá mediante los siguientes métodos:

- Valuación por flujo de fondos descontados (DCF)
- Valuación relativa mediante múltiplos de mercado.

### 5.1 Valuación por flujo de fondos descontados

El método de flujo de fondos descontados, tal como su nombre lo indica, nos permite valorar la compañía a través de calcular el valor presente de la suma de los futuros flujos, utilizando la tasa apropiada para reflejar los riesgos de estos fondos descontados.

Para realizar la valuación se utilizará el método de Flujo de fondos disponibles para la firma. De esta forma el monto se obtendrá con el flujo de caja resultante, de los flujos de la operación de la actividad, y los flujos de inversión proyectados hacia el horizonte que se determine. La ventaja de este método es que estos flujos representan al efectivo para la totalidad del financiamiento tanto sea capital como pasivo.

La tasa de descuento a utilizar para actualizar los flujos de fondos proyectados será el Precio Ponderado del Costo de Capital (WACC, por sus siglas en ingles). Esta tasa nos permite tener en cuenta tanto el costo de la deuda financiera como aquel relacionado a los accionistas. Para calcular el costo de la deuda financiera se utilizará la tasa de interés requerida por los acreedores mientras que para el costo del capital se tendrá en cuenta la tasa de retorno por los aportes de capital.

Por lo tanto, la formula a utilizar para obtener la valuación del capital accionario de Whirlpool será la siguiente:

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

VP: Valor presente

FF: Flujo de fondos

WACC: Tasa de descuento utilizada

VT: Valor terminal

g: Tasa de crecimiento

Las principales ventajas de valuar mediante este método es que si se realiza correctamente se puede obtener una precisa valuación en términos absolutos, ayuda a entender las características de la empresa y su industria y enfrenta al analista con hipótesis para permitir justificar el precio a pagar por un activo. Algunas desventajas con las que cuenta este sistema es que requiere estimar muchas variables como analizaremos a continuación y al mismo tiempo, al hablar de estimaciones hay algunas de ellas que no son fáciles de calcular, donde también pequeños cambios en las mismas puede brindar resultados totalmente distintos.

## Flujo de fondos disponibles

El flujo de fondos disponibles son los fondos del flujo de caja resultante obtenido por las operaciones de la empresa después de impuestos y los flujos de inversión proyectados para el horizonte determinado. Por lo tanto para obtener este resultado se realizará la siguiente formula:

+ *Ingresos sujetos a impuestos*

– *Egresos sujetos a impuestos*



– *Amortizaciones y Depreciaciones*

= ***Utilidad antes de impuestos***

– *Impuesto a las ganancias*

= ***Utilidad después de impuestos***

+ *Amortizaciones y Depreciaciones*

– *Inversiones en Capital de Trabajo*

– *Inversiones en otros activos*

= ***Flujos de Fondos Operativos***

Por lo tanto viendo la formula desarrollada podemos determinar que partimos desde el EBIT de la compañía, para luego descontarle el impuesto a las ganancias determinado. También es importante aclarar que no se deben descontar intereses en la formula ya que lo que se hará es calcular el valor sin importar de qué manera se está financiando la compañía.

Luego de este cálculo se adicionará las amortizaciones y depreciaciones ya que si bien impactan en los resultados, no son erogaciones de caja por lo que no afectan nuestros cálculos.

También, quitaremos las inversiones en capital de trabajo, con los rubros ya mencionados anteriormente en este trabajo. Y finalmente, también se restaran las inversiones de capital en otros activos de la compañía.

De acuerdo hasta lo aquí analizado, se realizarán las proyecciones de los flujos de fondos para los próximos 5 años, y luego de eso, se considerara el valor terminal de la compañía, asumiendo que la misma tiene una vida infinita. Para esto, usaremos como base los estados contables de la compañía presentados hasta 31/12/2021 y la información hasta aquí presentada en el informe.

## Proyecciones

En primer lugar es necesario estimar como serán las ventas de Whirlpool en los próximos años. En este apartado estimamos un crecimiento basado tanto en las perspectivas de la industria como de la participación de mercado de la empresa y su penetración en los distintos mercados. Como se analizó previamente en la sección de la industria, se prevé que las ventas sigan creciendo en líneas generales principalmente debido a la intromisión de nuevas tecnologías y al crecimiento del PBI. En cuanto a las distintas regiones y a su impacto en el crecimiento, tomaremos en cuenta las distintas etapas de los mercados tal como fue analizado previamente, notando que el peso de la región asiática y de Oceanía seguirá aumentando en las ventas globales, estimando que para el 2026 serán el 50% del mercado. Por su parte, ante esta suba las regiones que estimo perderán un poco de peso son la norteamericana y europea, donde tal como se analizó previamente la penetración de los electrodomésticos en los hogares está mucho más avanzada debido al desarrollo de estas regiones. Al mismo tiempo, como analizamos EMEA en conjunto, es la razón por la que si bien Europa puede perder cierto peso relativo, África y Asia Occidental pueden traccionar las ventas. En total para 2027 estimo que el porcentaje sobre las ventas globales de EMEA será de 30%, mientras que Norteamérica descendería hasta 13%. Por último, se espera un crecimiento leve de América Latina donde también hay espacio para el desarrollo, pero el crecimiento del PBI en el continente muestra mucha volatilidad en el último tiempo, con países donde actualmente se encuentran muchas disputas políticas y retrocesos en materia económica, dejando el porcentaje en un 9% de las ventas globales.

En cuanto a las perspectivas de la economía, ya fue analizado en el sector de industria. Pensando en las proyecciones a futuro, para Estados Unidos se espera un crecimiento real del PBI en 2022 del 3%, de 1,93% en 2023 y luego estabilizando el crecimiento para el futuro alrededor de 1,60%. Siendo el principal mercado de Whirlpool esto será tenido en cuenta a la hora de estimar las proyecciones para calcular el flujo de fondos. Pensando en las perspectivas mundiales de crecimiento, se esperaba

un crecimiento cercano al 4,5% en 2022, 3,75% en 2023 y luego estabilizándose en valores cercanos al 2,80%.

También, hay que tener en cuenta las perspectivas de inflación en los próximos años y las posibles subidas de tasas. La inflación muestra signos de aceleración en los últimos meses, con una proyección promedio de 8%. Si bien en las distintas regiones se esperan distintos niveles de inflación, podemos afirmar que a nivel mundial los precios aumentaron este último año debido a la cantidad de dinero que los gobiernos insertaron en la economía para mitigar los efectos de la pandemia.

Por último, y tal como analizamos previamente en la perspectiva de la industria a la compañía le impactará fuertemente la disparada en los precios del acero, haciendo que los márgenes hasta aquí obtenidos disminuyan fuertemente al sumarse a la dificultad de trasladar los efectos de los costos a los precios.

### **Proyección de ventas**

En primer lugar estimaremos las ventas de los próximos años por región, para detectar los distintos comportamientos que tendrá en cada una de ellas.

Empezaremos por el principal mercado de Whirlpool, el norteamericano. Aquí la participación de mercado en los últimos años fue cercana al 17% y se estima que seguirá cercano en esos niveles, pasando a partir de 2024 al 16%. Tanto la protección por parte del Gobierno como la fidelización de los clientes con la marca permiten mantener estos números elevados. Al mismo tiempo, la penetración en el mercado de compañías asiáticas incluyendo la nueva apertura de fábricas en América hace que Whirlpool no pueda aumentar su participación. Por lo tanto, el número de ventas se obtendrá de las ventas regionales totales, multiplicando por la participación de mercado de Whirlpool.

Con la misma metodología, se estiman las ventas de EMEA. En este caso la participación de mercado de Whirlpool se estima que baje, principalmente por la decisión del management de bajar esfuerzos en ese mercado, sumado a la alta presencia de empresas europeas y en este último tiempo, la penetración también de compañías orientales.

En cuanto a la región latinoamericana, la empresa buscará en el futuro aumentar su participación de mercado, pero al mismo tiempo, la región tiene alta influencia de varias regiones, sin una compañía que este fortalecida como la dominante. Por eso es que se estima un pequeño crecimiento de Whirlpool, llevando la participación al 9%

Por último, para la región asiática es donde la penetración de mercado es mucho mas complicada debido a la fortaleza de las distintas compañías locales en los mercados. La participación actual es de tan solo 1%, principalmente por su participación en India, gracias a Whirlpool India. En este sentido, si bien la compañía confía en aumentar su participación en el mercado, estimaré tan solo un crecimiento del 1% gracias a un pequeño aumento en India.

Para aplicar a los distintos escenarios, se modificaron estas proyecciones estimando un mayor crecimiento para el escenario positivo, y por supuesto, para el escenario negativo se hicieron proyecciones aún peores en cuanto a la fortaleza relativa de la compañía en las distintas regiones.

## **Márgenes**

En cuanto a los márgenes proyectados para la compañía se estima que no podrá continuar en el futuro cercano con los buenos márgenes obtenidos, debido principalmente a la fuerte suba del acero. Esta dificultad de trasladar los costos a los precios de venta hace que los márgenes proyectados se disminuyan del valor actual, según mis estimaciones al 8% para el periodo analizado descendiendo 20 puntos básicos año tras año. Para el análisis de sensibilidad en el escenario optimista se

esperará consolidar este margen en un 9% para el futuro, mientras que para el escenario pesimista estimo un decrecimiento de este margen llevándolo al 7%, descendiendo de esta manera 40 puntos básicos por año.

### **Depreciaciones y amortizaciones y variaciones de CAPEX**

Para las depreciaciones y amortizaciones se tomara el promedio histórico de las mismas sobre los Activos Fijos brutos de la compañía, y se proyectara en base al mismo sumado al desembolso por CAPEX proyectado. En este caso, el CAPEX se estimara tomando el promedio de los últimos 5 años de la compañía, tomado del Flujo de Fondos, y el porcentaje relación a las ventas. En base a este porcentaje, se proyectará a futuro.

### **Impuestos**

La tasa del impuesto a las ganancias que estima la empresa para los próximos años y en promedio con los años anteriores es del 24%, por lo que se utilizará este porcentaje para la valuación.

### **Capital de trabajo**

Al mismo tiempo estimaremos la relación de las ventas sobre el capital de trabajo promedio de los últimos años, para proyectar en base a las ventas estimadas la variación de capital de trabajo año a año.

### **Tasa de descuento**

Como lo expliqué previamente la tasa a la que descontaremos los fondos es el costo promedio ponderado de capital. Mediante esta tasa podremos reflejar el valor tiempo de dinero y al mismo tiempo, el riesgo específico de la compañía en el marco de la industria. Lo importante de esta tasa de descuento es que considera ambas fuentes

de financiamiento, el costo de capital y el la deuda financiera. Por lo tanto, la formula necesaria para encontrar este valor es:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D * (1 - T)$$

Donde: E: Valor de mercado del Capital Accionario

D: Valor de mercado de la Deuda Financiera

Re: Costo del Capital Accionario

RD: Costo de la Deuda Financiera

T: Tasa de Impuesto a las Ganancias

A continuación analizaremos los componentes de esta ecuación.

### **Costo de capital accionario:**

La forma elegida para determinar el costo de capital accionario es mediante el método CAPM, por sus siglas en inglés, "Capital Asset Pricing Model". Este modelo lo que realiza es igualar el costo de capital accionario al retorno de un activo libre de riesgo más una prima por el riesgo que enfrentan los accionistas por el riesgo sistémico del mismo mercado.

$$R_e = R_f + \beta * MRP$$

Donde: ´

- Rf: Tasa libre de riesgo

- $\beta$ : Coeficiente beta
- MRP: Prima de riesgo de mercado

### **Tasa libre de riesgo:**

La tasa libre de riesgo es aquella que no posee ni riesgo de incumplimiento de pago ni de reinversión. Por lo tanto, representaría riesgo cero. A la tasa determinada se la considera la tasa mínima a la cual el inversor estaría dispuesto a invertir, dado que no estaría dispuesto a aceptar más riesgo por ese rendimiento mínimo. De esta manera el activo del cual podemos obtener esta tasa de rendimiento serán los bonos del gobierno de Estados Unidos. Para obtener cual sería la tasa indicada utilizaremos aquellos que tengan similar duración a nuestro activo.

Tal como mencione anteriormente debido a que se estima que la compañía siga activa por muchos años más, utilizaremos la nota de 10 años del Tesoro de Estados Unidos.

Tasa 10Yr Note: 1,52%

### **Prima de riesgo de mercado:**

La prima de riesgo de mercado es el retorno que se espera por invertir en acciones por demás de la tasa libre de riesgo. Por lo tanto, utilizaremos como referencia el índice S&P 500, del cual obtendremos las series históricas de los últimos 50 años para obtener el rendimiento promedio y medirlo contra la tasa libre de riesgo.

<b>Prima de Riesgo de Mercado</b>	
Retorno del S&P500 (Prom. Ult 50 años)	<b>9,50%</b>
Tasa libre de riesgo	<b>1,52%</b>
<b>Prima de Riesgo de Mercado</b>	<b>7,98%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance y Tesorería Estados Unidos.

## Beta

Lo que se hará con el coeficiente beta es calcular la volatilidad particular de la acción contra el mercado. De esta forma descubriremos la relación entre el riesgo sistémico de mercado y el retorno esperado para las acciones. El Beta en este sentido también contempla los distintos riesgos de la compañía, el riesgo de negocio en sí, y el riesgo de apalancamiento operativo y financiero.

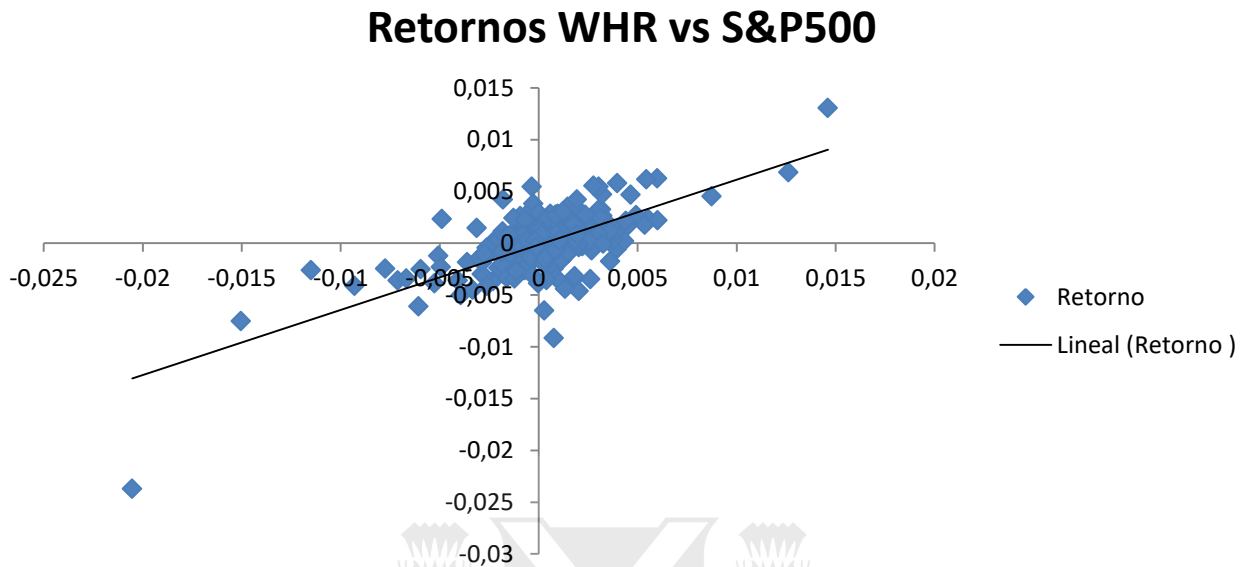
Por lo tanto, si el coeficiente beta da igual a 1, se podría decir las acciones de Whirlpool tienen un riesgo similar a la del mercado. En cambio, si este coeficiente es mayor a 1 podríamos afirmar que el riesgo de la compañía es mayor a la del riesgo del mercado. Este caso generalmente se da en aquellas compañías en crecimiento, tecnológicas, o aquellas empresas sensibles al ciclo de negocio, esto se explica a que "agrandan" los movimientos de mercado, y así la volatilidad. Por último, si el coeficiente Beta es menor a 1, podemos delimitar que la empresa es menos volátil que el mercado, principalmente en compañías ya establecidas y con flujos de fondo estable en el tiempo. También se suele dar en compañías muy diversificadas dado que no dependen de un ciclo económico en particular.

Para calcular el beta de Whirlpool utilizaremos la cotización de la acción que se encuentra en el New York Stock Exchange. Para esto utilizaremos los retornos semanales de los últimos 5 años, y al mismo tiempo, calcularemos los retornos semanales del índice S&P 500 del mismo plazo. Para estimar el Beta entonces se hará una regresión lineal simple.

$$r_W = \alpha + \beta_W \times r_{S\&P500}$$



Gráfico N° 40: Regresión lineal entre retornos de acción de Whirlpool y S&P500



Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance

En el gráfico se pueden observar los retornos de Whirlpool junto con los retornos del S&P 500 de los últimos 5 años. De esta forma el Beta resultante es de 1,41.

Para agregar al análisis veremos cuál es el beta desapalancado de Electrolux, como ya mencionamos la compañía de mayor similitud a Whirlpool y lo compararemos para ver si se encuentra en un rango similar. El beta desapalancado de Electrolux es de 0.94, mientras que si tomamos el Beta desapalancado de Whirlpool nos devuelve un valor de 1.15. Podemos ver de esta manera que Whirlpool se encuentra por encima del Beta de Electrolux.

## Estructura de capital

Para calcular la estructura de capital de Whirlpool se utilizarán los estados contables al 31 de Diciembre de 2021. De esta forma tomaremos la deuda financiera a valores contables, ya que en este caso no difiere prácticamente a la de los valores de mercado, y se utilizará el valor de capital propio, pero en este caso a valores de

mercados ya que sí difiere considerablemente. Con estos valores la estructura de capital queda conformada de la siguiente manera: 28% de deuda financiera y 72% el valor del capital accionario.

## Costo de la deuda

Continuando con el análisis de las variables del costo promedio ponderado de capital, es el turno de analizar el costo de la deuda, por lo tanto, determinaremos la tasa de retorno requerida por los inversores en la deuda de largo plazo de Whirlpool.

Tabla Nº 7: Bonos emitidos por Whirlpool en USD

Moneda	Tasa cupon	Vencimiento	TIR	Volumen (USD en millones)
USD	3,70%	2023	3,01%	250
USD	4,00%	2024	3,19%	300
USD	3,70%	2025	3,75%	350
USD	4,75%	2029	4,25%	694
USD	2,40%	2031	4,43%	300
USD	4,50%	2046	4,91%	497

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

Para poder determinar el costo de la deuda se tomaron los bonos con mayor mercado de Whirlpool y emitidos en dólares, tal como se pueden ver en la presente tabla. Por lo tanto, para realizar nuestro análisis elegiremos aquellas tasas de mayor largo plazo, en este caso tomando una TIR del 4,43% tomando el bono de 2031 al 31/12/2021.

## Costo promedio ponderado de capital

Con las variables ya analizadas podemos determinar de la siguiente manera el costo promedio ponderado de capital que se utilizara como tasa de descuento:

<b>Whirlpool corporation</b>	<b>2021</b>
Tasa libre de riesgo	1,52%
Prima de riesgo del mercado	7,98%
Coeficiente Beta	1,41
<b>Costo del capital accionario</b>	<b>12,77%</b>
Costo de la deuda financiera - sin impuestos	4,43%
Tasa impuesto a las ganancias	24,00%
<b>Costo de la deuda financiera- post impuestos</b>	<b>3,37%</b>
<b>Estructura de capital</b>	
Capital accionario/capital total	72,00%
Deuda financiera/capital total	28,00%
<b>WACC</b>	<b>10,14%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

## Valor terminal

Continuando con el análisis los valores que se utilizaran para obtener el valor terminal son los siguientes. Tal como se determinó en el punto anterior la tasa de descuento será de 10,14%. Luego se utilizaran los flujos de fondos libres de la compañía al 2027 y la tasa de crecimiento a perpetuidad. En este caso, la tasa de crecimiento a perpetuidad se utilizará la tasa de crecimiento de la economía en términos nominales. Se espera un crecimiento real de la economía del 1.7%, y al mismo tiempo una inflación del 2%.

## Valuación por flujo de fondos descontados

Finalmente, la valuación a través del flujo de fondos descontados siguiendo los pasos hasta aquí mencionados nos arrojó un valor de USD 277 por acción en el

escenario base. En cuanto al escenario pesimista el valor se ubica en USD 232 mientras que en el escenario optimista el valor podría llegar a USD 331.

<b>Whirlpool Corporation</b>			
<b>Escenario</b>	<b>Pesimista</b>	<b>Base</b>	<b>Optimista</b>
<b>Valor de la firma (USD Mill.)</b>	<b>17.320</b>	<b>20.152</b>	<b>23.494</b>
Caja y equivalentes	3.044	3.044	3.044
Deuda LP	5.227	5.227	5.227
Pasivo de pensiones	520	520	520
<b>Valor accionario (USD Mill.)</b>	<b>14.617</b>	<b>17.449</b>	<b>20.791</b>
Acciones (en Mill.)	63	63	63
<b>Precio por acción (USD)</b>	<b>232</b>	<b>277</b>	<b>331</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021 y proyecciones propias realizadas.

## 5.2 Valuación por múltiplos

En este apartado se realizará la valuación por múltiplos de Whirlpool Corporation. Mediante este método obtendremos el valor del activo en base a utilizar ratios de mercado de compañías de similares condiciones.

Para comenzar con el análisis seleccione otras empresas cotizantes en el mercado, de similares características para poder obtener los múltiplos adecuados, y luego, en base a estos múltiplos obtener la valuación de mercado del capital accionario de Whirlpool.

Las empresas seleccionadas para efectuar el método son: Electrolux, Haier, Midea y LG. Estas fueron mencionadas anteriormente a lo largo del trabajo como competidores de Whirlpool. Al mismo tiempo, de estas compañías Electrolux se podría definir como la más parecida dada su mercado, sus productos ofrecidos y sus valores de mercado.

El múltiplo a utilizar en esta ocasión será el de EV/EBITDA (Por sus siglas en ingles: Valor de la firma/Resultado operativo antes de impuestos, depreciaciones y

amortizaciones). Este múltiplo es uno de los más populares para la valuación por múltiplos debido a que presenta grandes ventajas, como poder comparar empresas independientemente de su estructura de capital.

**Tabla Nº 8: Múltiplos e indicadores de competidores**

	<b>EV/EBITDA</b>	<b>Margen EBITDA</b>	<b>Margen Operativo</b>	<b>EBITDA (CAGR 5 años)</b>	<b>ROA</b>
Electrolux	4,40	10%	7%	0%	4%
Haier	10,00	9%	6%	13%	9%
Midea	10,52	11%	9%	5%	8%
LG	4,17	18%	9%	5%	4%
Promedio	7,27	12%	8%	6%	6%
Mediana	7,20	11%	8%	5%	6%
Whirlpool	6 - 8	13%	11%	12%	12%

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021, Reporte Anual Electrolux, Midea, LG y Haier, Investing.com

Para realizar nuestro análisis utilizaremos los límites 6 a 8 que se encuentran en línea con la mediana y el promedio de las compañías comparables en la industria y al mismo tiempo, podemos ver que los indicadores también se encuentran en línea con los presentados por Whirlpool.

En la presente tabla podemos ver como se obtuvo la valuación por múltiplos. En primer lugar se utilizaron los valores de EV/EBITDA mencionados en el párrafo anterior, luego estimamos el valor de la empresa en base al EBITDA al 31 de diciembre de 2021. Para llegar a la valuación del capital se le descontó las deudas y se le adicionó la caja y equivalentes, obteniendo así los distintos valores de capital accionario. Por último, se procedió a dividir el valor por la cantidad de acciones de circulación de la compañía.

Tabla Nº 9: Escenarios de la valuación por múltiplos

<b>Whirlpool Corporation</b>			
<b>EV/EBITDA</b>	<b>6x</b>	<b>7x</b>	<b>8x</b>
EBITDA (USD Mill.)	2.873	2.873	2.873
<b>Valor de la firma (USD Mill.)</b>	<b>17.238,00</b>	<b>20.111,00</b>	<b>22.984,00</b>
Caja y equivalentes	3.044	3.044	3.044
Deuda LP	5.227	5.227	5.227
Pasivo de pensiones	520	520	520
<b>Valor accionario (USD Mill.)</b>	<b>14.535</b>	<b>17.408</b>	<b>20.281</b>
Acciones (en Mill.)	62,90	62,90	62,90
<b>Precio por acción (USD)</b>	<b>231,08</b>	<b>276,76</b>	<b>322,43</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

De esta forma podemos observar que los valores obtenidos para el precio por acción tomando el múltiplo de 7x nos da un valor de USD 276. El límite inferior nos brinda un valor de USD 231 por acción y el valor superior es USD 322 por acción. De esta forma vemos que los valores obtenidos mediante el uso de múltiplos se encuentran en valores mayores a los obtenidos a través del flujo de fondos descontado.

A continuación se expone el análisis de sensibilidad realizado tanto para el valor de la firma, como el del valor accionario, y así también, los precios que podría tomar la acción en base a los distintos escenarios.

Tabla Nº 10: Análisis de sensibilidad del Valor de la empresa – Valuación por múltiplos

<b>EBITDA - EV/EBITDA</b>	<b>6</b>	<b>6,5</b>	<b>7</b>	<b>7,5</b>	<b>8</b>
<b>2585,7</b>	15.514,20	16.807,05	18.099,90	19.392,75	20.685,60
<b>2729,35</b>	16.376,10	17.740,78	19.105,45	20.470,13	21.834,80
<b>2873</b>	17.238,00	18.674,50	20.111,00	21.547,50	22.984,00
<b>3016,65</b>	18.099,90	19.608,23	21.116,55	22.624,88	24.133,20
<b>3318,315</b>	19.909,89	21.569,05	23.228,21	24.887,36	26.546,52

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

Tabla N° 11: Análisis de sensibilidad del valor del capital accionario - Valuación por múltiplos

EBITDA - EV/EBITDA	6	6,5	7	7,5	8
<b>2585,7</b>	12.811,20	14.104,05	15.396,90	16.689,75	17.982,60
<b>2729,35</b>	13.673,10	15.037,78	16.402,45	17.767,13	19.131,80
<b>2873</b>	14.535,00	15.971,50	17.408,00	18.844,50	20.281,00
<b>3016,65</b>	15.396,90	16.905,23	18.413,55	19.921,88	21.430,20
<b>3318,315</b>	17.206,89	18.866,05	20.525,21	22.184,36	23.843,52

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

Tabla N° 12: Análisis de sensibilidad del valor de la acción de Whirlpool - Valuación por múltiplos

EBITDA - EV/EBITDA	6	6,5	7	7,5	8
<b>2585,7</b>	203,68	224,23	244,78	265,34	285,89
<b>2729,35</b>	217,38	239,07	260,77	282,47	304,16
<b>2873</b>	231,08	253,92	276,76	299,59	322,43
<b>3016,65</b>	244,78	268,76	292,74	316,72	340,70
<b>3318,315</b>	273,56	299,94	326,31	352,69	379,07

Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021



# APENDICE 1 - Evolución de la estructura patrimonial

## Evolución del activo

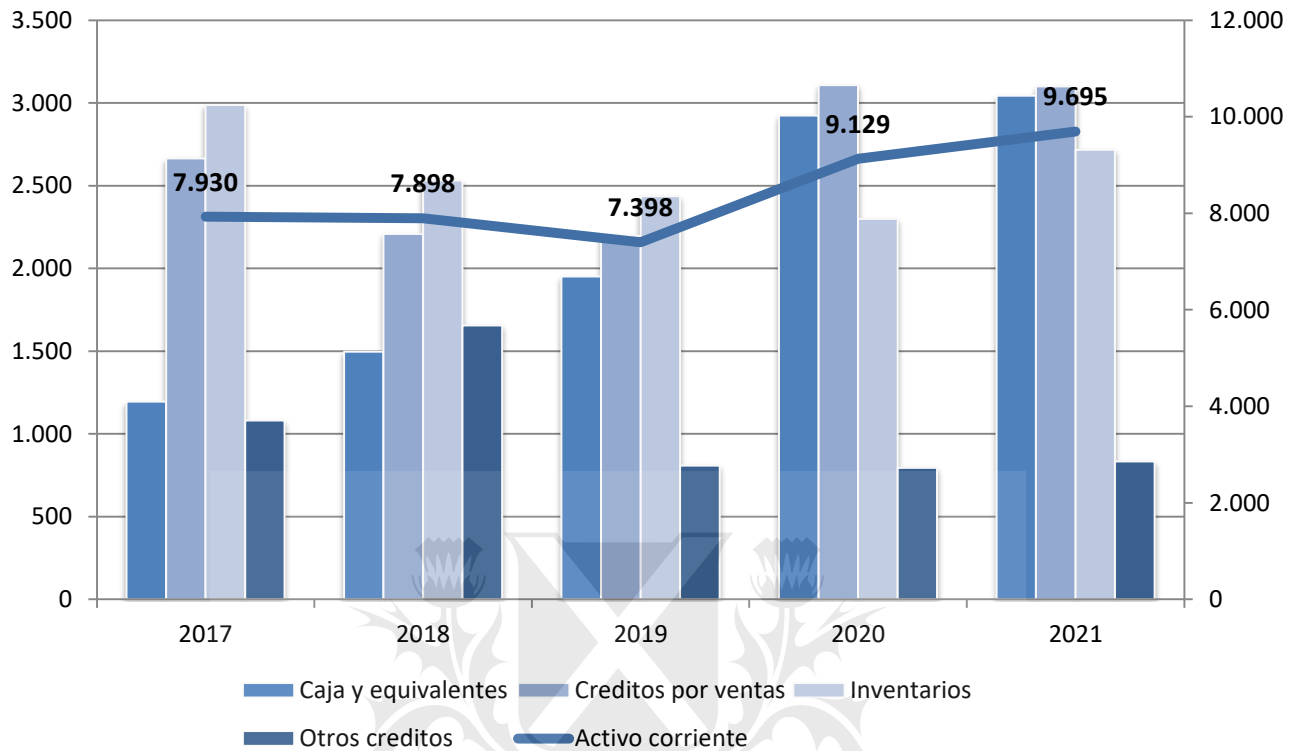
El activo total de la compañía en los últimos 5 años no tuvo crecimientos si consideremos de principio a fin del periodo. En el año 2017 el total del activo (en millones) fue de USD 20.038, decreciendo hacia 2018 a un monto de USD 18.347, impulsado por la venta de Embraco, una de las empresas que consolidan el grupo Whirlpool. Luego pudo volver a crecer en el año 2019 con un activo total de USD 18.881 millones y consolidando ese camino hacia 2020 con un total de USD 20.436 millones. Finalmente en el año 2021 tuvo un leve descenso hacia USD 20.285 millones, similar al total del activo del inicio del periodo analizado.

En cuanto al porcentaje de activo corriente y no corriente, vemos que el primero representaba en 2017 cercano al 40% del activo total. Este porcentaje fue creciendo constantemente a lo largo de los años hasta ubicarse en 2021 en un porcentaje cercano al 48%, viendo como de esta manera la empresa principalmente dirigiendo sus esfuerzos en consolidar un mayor porcentaje de cajas y equivalentes tal como lo analizaremos a continuación.

Universidad de  
San Andrés



**Gráfico N° 41: Evolución del activo corriente (2017-2021), en millones de dólares**

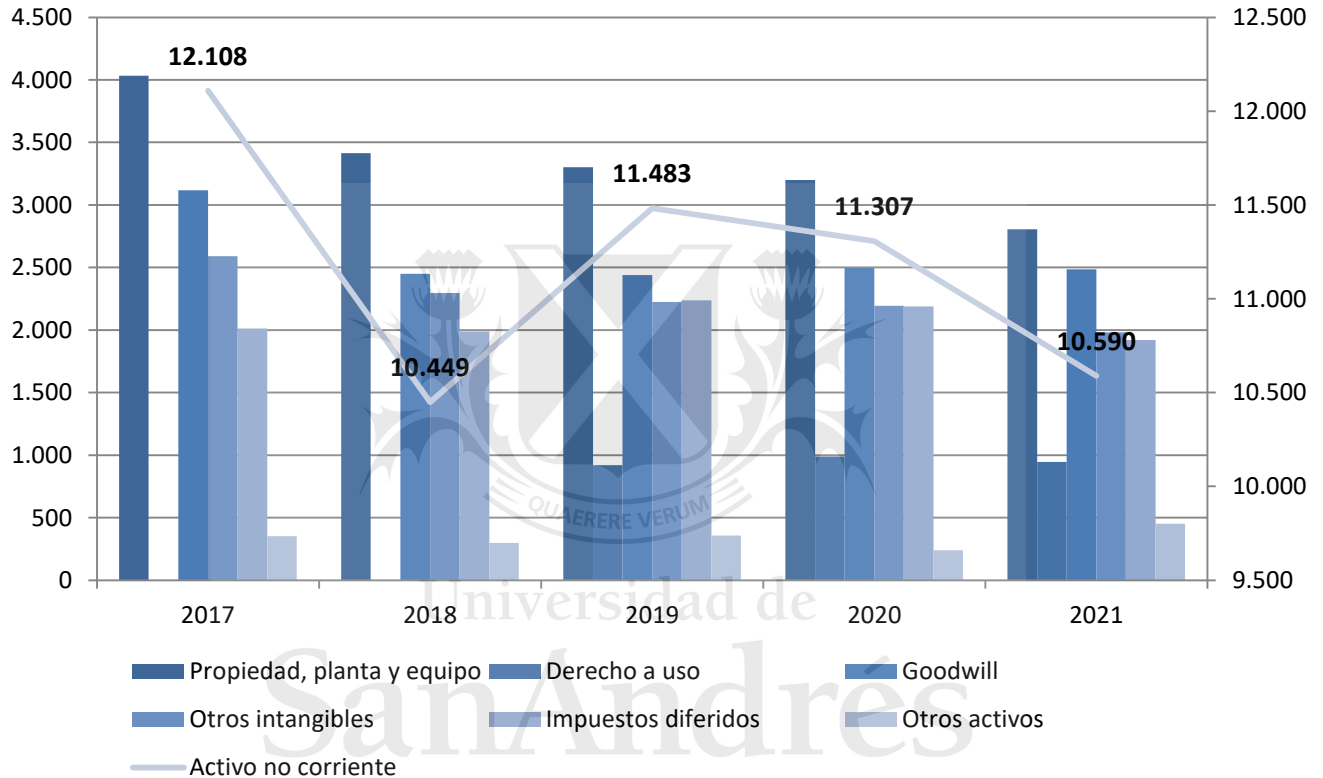


Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

Tal como comenté en el párrafo anterior podemos observar el crecimiento del rubro Caja y equivalentes a lo largo de los años como porcentaje del activo corriente, iniciando en el año 2018 con una participación del 15%, creciendo año tras año para llegar en 2021 con 31%. En cuanto al rubro de créditos por venta es donde podemos encontrar una mayor estabilidad a lo largo de los años, rondando siempre entre un 28% y 33%, por lo que podemos observar que la estrategia en cuanto al financiamiento de ventas y cobros mantuvo cierta estabilidad en el periodo analizado. En cuanto al componente de inventarios podemos observar un comportamiento inverso al de caja y equivalentes. En este caso inicio el periodo con un porcentaje de 38% sobre el total del activo corriente y decreció año tras año hasta llegar al 2021 con una participación del 28%, representando un 10% menos en el activo corriente que al inicio del periodo. En cuanto al componente de otros créditos, quizás es más difícil analizar la estabilidad o la

significancia que esto tiene en los activos corrientes, pero se puede comentar que en año 2018 fue cuando tuvo su mayor participación cercana a un 20%, mientras que el resto de los años se mantuvo estable en valores cercanos al 10% del activo corriente.

**Gráfico N° 42: Evolución del activo no corriente (2017-2021), en millones de dólares**



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

A la hora de analizar el activo no corriente nos encontramos con mas componentes que conforman el mismo. En este caso tenemos una mayor estabilidad entre todos los rubros a lo largo del periodo analizado.

Para comenzar analizaremos propiedad, planta y equipo donde notamos un leve decrecimiento tanto en números absolutos como relativos. En 2017 la compañía el porcentaje representado era del 33%. Este número decreció levemente año tras año

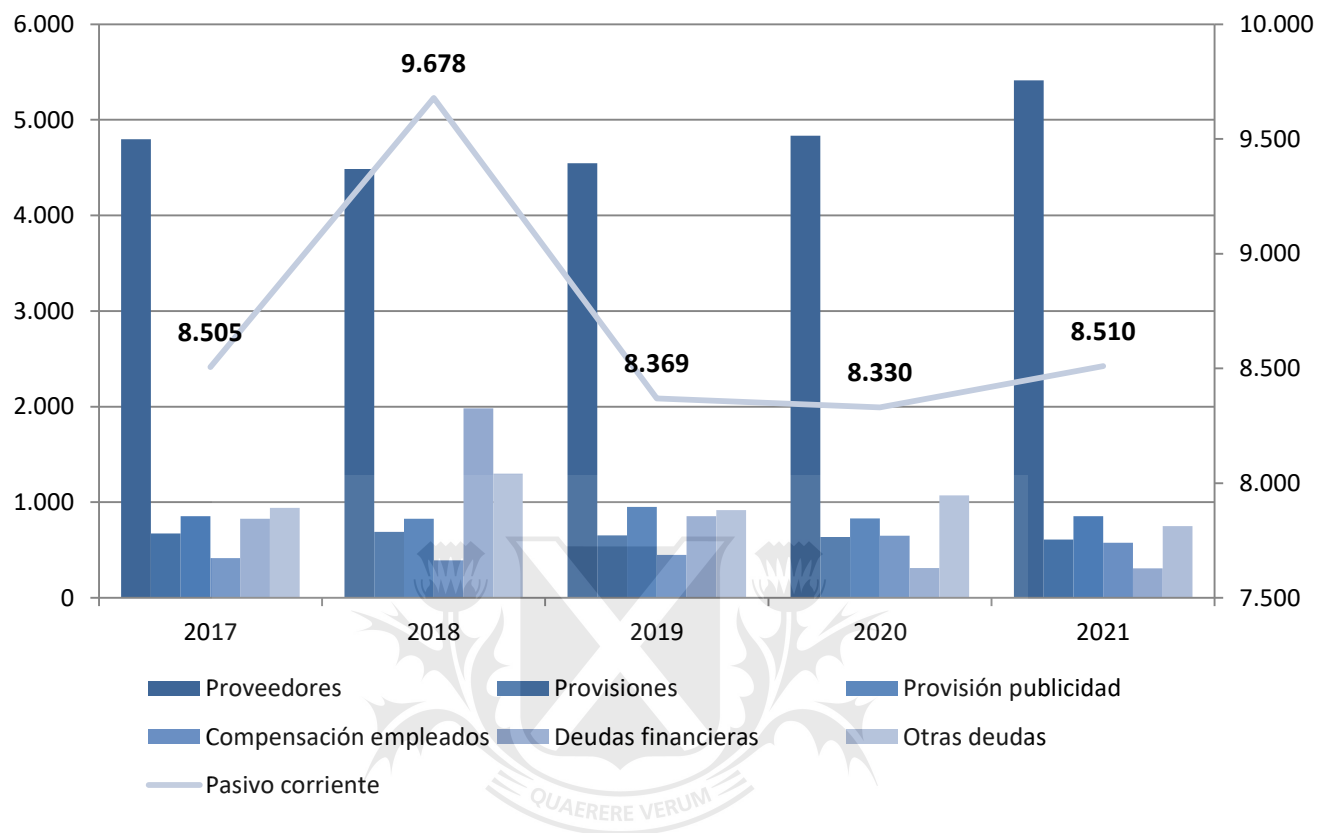
hasta llegar al 26%. Esto se relaciona directamente con el crecimiento al derecho a uso, donde en el año 2017 no tenía existencias y al 2021 finalizó con un porcentaje cercano al 9%. Aquí podemos observar que la estrategia de la compañía fue hacer uso del leasing y no así de adquirir directamente el equipo necesario, por lo que en cuanto a los números observados vemos que se migró esa participación desde el rubro propiedad, planta y equipo hacia derechos de uso.

En cuanto al porcentaje de Goodwill notamos una estabilidad en el periodo, comenzando en el año 2017 con 26% y finalizando en el año 2021 con un 23%. Al igual que este último rubro, los conceptos otros intangibles, impuestos diferidos y otros activos plantearon cierta estabilidad a lo largo de los años. En el caso de otros intangibles se ubicó en el rango entre 19% y 21% en todo el periodo. En cuanto a impuestos diferidos los valores obtenidos se ubicaron entre el 17% y 19% a lo largo de los años. Por último, el rubro otros activos significó un porcentaje mínimo estable en torno al 3%.

## Evolución del pasivo

Al igual que lo analizado para el activo, vemos que el total del pasivo tampoco tuvo grandes diferencias si tomamos punta a punta el periodo analizado. Al 2017 el pasivo total era de USD 14.910 millones finalizando el periodo 2021 con un total de USD 15.272 millones. En cuanto al mix de financiamiento, ya no nos detendremos en esta sección debido a que fue analizado oportunamente al momento de analizar los distintos indicadores.

**Gráfico N° 43: Evolución de pasivo corriente (2017-2021), en millones de dólares**



**Fuente:** Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

En cuanto la composición del pasivo, diferenciando entre pasivo corriente y no corriente vemos que a lo largo de los años tuvo un dispar comportamiento. En 2017, el porcentaje de pasivo corriente fue de 57%, mientras que en el año 2018 esto aumentó hasta un 64%. Luego, volvió a disminuir ese valor hasta finalmente terminar el periodo 2021 con un porcentaje similar al iniciado el periodo de análisis, alcanzando el 56%.

En cuanto al análisis del pasivo corriente podemos observar que el principal rubro es el de proveedores. Podemos detectar una gran variabilidad del porcentaje correspondiente por este concepto a lo largo de los años, más allá de que medido en términos absolutos no tuvo grandes variaciones. En el año 2017 el porcentaje fue de 56% sobre el total del pasivo corriente. Luego, en 2018 tuvo un fuerte descenso en la incidencia, llegando al 46% del pasivo corriente. Este retroceso se debió principalmente al fuerte aumento de la deuda financiera de corto plazo en el periodo tal como veremos

en las siguientes líneas. En 2019 el porcentaje alcanzaba el 54%, consolidando este crecimiento en los siguientes años con un 58% y un 64%, en 2020 y 2021 respectivamente.

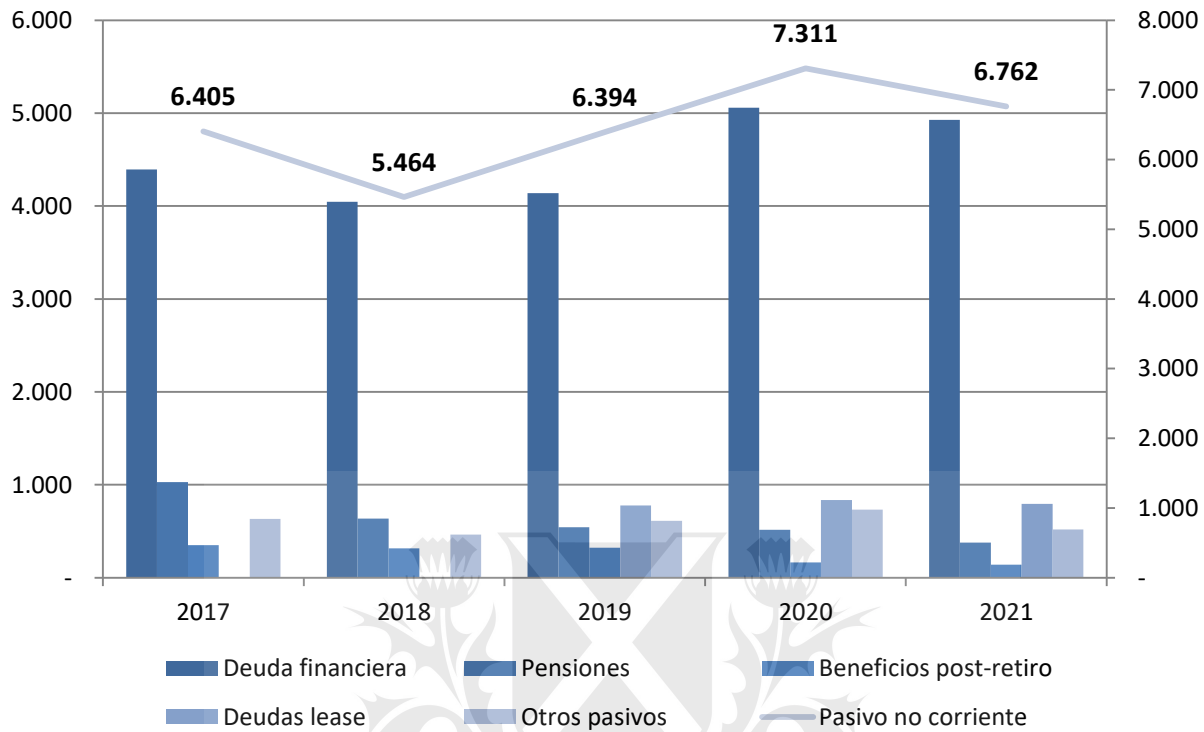
En cuanto a las provisiones y tal como es esperable, se mantuvieron estables como composición del pasivo corriente a lo largo del periodo. Se estabilizaron desde 2017 al 2021 aproximadamente en 8% del pasivo corriente, mientras que las provisiones relacionadas a publicidad se mantuvieron aproximadamente en 10%.

Los pasivos relacionados a la compensación de los empleados empezaron el periodo de análisis con una participación del 5% del pasivo corriente, aumentando en el periodo de análisis unos pocos puntos hacia 7%.

En donde se puede encontrar una mayor divergencia a lo largo de los años es en la deuda financiera de corto plazo tal como se mencionó anteriormente. En este caso el análisis año por año nos demuestra lo siguiente: en el año 2017 la deuda financiera como porcentaje del pasivo corriente era de 10%, aumentando fuertemente hacia 2018 en un 20%. Luego, se logró volver a retroceder ese porcentaje de deuda financiera hasta un 10% en 2019 y estabilizándolo finalmente entre 2020 y 2021 en un porcentaje de 4%, un gran descenso desde 2018 a la actualidad.

En cuanto al rubro Otras deudas, podemos ver cierta estabilidad a lo largo del ciclo analizado con un porcentaje cercano al 10% del pasivo corriente a lo largo de los años.

**Gráfico N° 44: Evolución del pasivo no corriente (2017-2021), en millones de dólares**



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Whirlpool Corporation 2021

Al analizar el pasivo no corriente podemos observar rápidamente que la principal implicancia la tiene la deuda financiera. A lo largo del periodo analizado es claramente el rubro con mayor participación en el pasivo no corriente.

En 2017 la deuda financiera alcanzó el 69% del pasivo no corriente, con un aumento hacia el año 2018 llegando al 74% del total. De esta forma vemos la implicancia de este rubro en la composición y evolución. Con un descenso fuerte hasta el 65% en 2019, comenzó nuevamente el aumento al 69% en 2020, finalizando el periodo de análisis con un 73% en 2021.

El pasivo pensional descendió fuertemente en el ciclo analizado tanto en porcentaje del pasivo no corriente como en números absolutos. Significando un 16% en el año 2017, se redujo hasta el 6% en el año 2021. Al igual que las pensiones, el fondo post retiro se redujo del 5% hacia el 2% del pasivo no corriente al año 2021, teniendo una mínima implicancia en la composición del mismo.

Un aspecto interesante a considerar es las deudas por leasing. Claramente podemos relacionar este crecimiento a partir del año 2019 en el rubro, con el crecimiento en los derechos de uso que vimos previamente en el activo. Así, de esta forma podemos observar que en el año 2017 y 2018 no existían las deudas por lease, hasta crecer en 2021 a un porcentaje cercano al 12%.

Por último el rubro otros pasivos se mantuvo estable a lo largo del periodo analizado con una composición cercana al 9% del pasivo no corriente, sin grandes variaciones.



## APENDICE 2 – Flujo de fondos escenario base

	2022	2023	2024	2025	2026	Periodo residual
Ventas	\$ 21.277,40	\$ 23.354,84	\$ 23.764,00	\$ 26.056,53	\$ 28.366,82	
CMV y gastos operativos	\$ 19.362,43	\$ 21.299,62	\$ 21.720,30	\$ 23.867,79	\$ 26.040,74	
<b>Resultado Operativo</b>	<b>\$ 1.914,97</b>	<b>\$ 2.055,23</b>	<b>\$ 2.043,70</b>	<b>\$ 2.188,75</b>	<b>\$ 2.326,08</b>	
Impuestos	\$ -408,53	\$ -448,41	\$ -456,27	\$ -500,29	\$ -544,64	
<b>EBIT (1-t)</b>	<b>\$ 1.455,37</b>	<b>\$ 1.561,97</b>	<b>\$ 1.553,22</b>	<b>\$ 1.663,45</b>	<b>\$ 1.767,82</b>	
Amortización y depreciación	\$ 498,86	\$ 529,22	\$ 560,12	\$ 593,99	\$ 630,87	
CAPEX	\$ 553,21	\$ 607,23	\$ 617,86	\$ 677,47	\$ 737,54	
Capital de trabajo	\$ 425,55	\$ 467,10	\$ 475,28	\$ 521,13	\$ 567,34	
Variación Cap de trabajo	\$ 21,55	\$ 41,55	\$ 8,18	\$ 45,85	\$ 46,21	
<b>Flujo de fondos disponible para la firma</b>	<b>\$ 1.379,47</b>	<b>\$ 1.442,42</b>	<b>\$ 1.487,28</b>	<b>\$ 1.534,12</b>	<b>\$ 1.614,94</b>	
Flujo de fondos disponible para la firma desc.	\$ 1.252,49	\$ 1.189,09	\$ 1.113,21	\$ 1.042,57	\$ 996,47	\$ 14.558,98
<b>Valor de la firma</b>	<b>\$ 20.152,81</b>					


  
 Universidad de  
**San Andrés**



## APENDICE 3 – Flujo de fondos escenario positivo

	2022	2023	2024	2025	2026	Periodo residual
Ventas	\$ 22.697,75	\$ 24.900,39	\$ 25.415,00	\$ 27.850,80	\$ 30.352,97	
CMV y gastos operativos	\$ 20.654,95	\$ 22.659,35	\$ 23.127,65	\$ 25.344,23	\$ 27.621,21	
Resultado Operativo	\$ 2.042,80	\$ 2.241,03	\$ 2.287,35	\$ 2.506,57	\$ 2.731,77	
Impuestos	\$ -490,27	\$ -537,85	\$ -548,96	\$ -601,58	\$ -655,62	
EBIT (1-t)	\$ 1.552,53	\$ 1.703,19	\$ 1.738,39	\$ 1.904,99	\$ 2.076,14	
Amortización y depreciación	\$ 500,71	\$ 533,08	\$ 566,12	\$ 602,32	\$ 641,78	
CAPEX	\$ 590,14	\$ 647,41	\$ 660,79	\$ 724,12	\$ 789,18	
Capital de trabajo	\$ 453,96	\$ 498,01	\$ 508,30	\$ 557,02	\$ 607,06	
Variación Cap de trabajo	\$ 49,96	\$ 44,05	\$ 10,29	\$ 48,72	\$ 50,04	
Flujo de fondos disponible para la firma	\$ 1.413,14	\$ 1.544,80	\$ 1.633,42	\$ 1.734,48	\$ 1.878,70	
Flujo de fondos disponible para la firma desc.	\$ 1.283,06	\$ 1.273,49	\$ 1.222,59	\$ 1.178,73	\$ 1.159,22	\$ 17.376,55
Valor de la firma	\$ 23.493,63					


  
 Universidad de  
**San Andrés**

## APENDICE 4 – Flujo de fondos escenario negativo

	2022	2023	2024	2025	2026	Periodo residual
Ventas	\$ 21.152,08	\$ 23.213,78	\$ 22.571,25	\$ 24.770,28	\$ 26.969,30	
CMV y gastos operativos	\$ 19.248,39	\$ 21.240,61	\$ 20.765,55	\$ 22.912,51	\$ 25.081,45	
Resultado Operativo	\$ 1.903,69	\$ 1.973,17	\$ 1.805,70	\$ 1.857,77	\$ 1.887,85	
Impuestos	\$ -456,88	\$ -473,56	\$ -433,37	\$ -445,87	\$ -453,08	
EBIT (1-t)	\$ 1.446,80	\$ 1.499,61	\$ 1.372,33	\$ 1.411,91	\$ 1.434,77	
Amortización y depreciación	\$ 498,70	\$ 528,88	\$ 558,22	\$ 590,42	\$ 625,48	
CAPEX	\$ 549,95	\$ 603,56	\$ 586,85	\$ 644,03	\$ 701,20	
Capital de trabajo	\$ 423,04	\$ 464,28	\$ 451,43	\$ 495,41	\$ 539,39	
Variación Cap de trabajo	\$ 19,04	\$ 41,23	\$ -12,85	\$ 43,98	\$ 43,98	
Flujo de fondos disponible para la firma	\$ 1.376,50	\$ 1.383,69	\$ 1.356,55	\$ 1.314,32	\$ 1.315,06	
Flujo de fondos disponible para la firma desc.	\$ 1.249,79	\$ 1.140,68	\$ 1.015,36	\$ 893,19	\$ 811,43	\$ 12.210,46
Valor de la firma	\$ 17.320,92					

# Bibliografía

## Académica

- Brealey, Myers & Allen, *Principios de Finanzas Corporativas*, McGraw- Hill, 2009.
- Bruns William, *Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis*, 2004.
- Damodaran Aswath, *Corporate Finance: Theory and practice*, 2001.
- Fama Eugene & Kenneth French, *The Capital Asset pricing model*, 2004
- Hillier, Grinblatt & Titman, *Financial Markets and Corporate Strategy*, McGraw-Hill, 2012.

## Informes institucionales y páginas web

- Damodaran, Aswath. *Online Database: Historical Returns in S&P 500 (includes dividends)*.  
<[http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)>
- Electrolux, *Reporte Anual 2017-2021*
- Haier, *Reporte Anual 2021*
- Global Financial Data, *The Equity Risk Premium*, <<http://globalfinancialdata.com/>>
- Investing < <https://es.investing.com/>>
- Investopedia <<https://www.investopedia.com/>>
- LG, *Reporte Anual 2021*
- OECD < <https://data.oecd.org/>>
- Markets Insider < <https://markets.businessinsider.com/> >

- Reserva Federal de Estados Unidos <<https://www.treasury.gov/>>
- Reuters, <[www.reuters.com](http://www.reuters.com)>
- Samsung, *Reporte Anual 2021*
- The Business Research Company, *Household appliances global market report* <<https://www.thebusinessresearchcompany.com/report/household-appliances-global-market-report>>
- Whirlpool, *History* <<https://www.whirlpoolcorp.com/history/>>
- Whirlpool, *Interactive Analyst Center* <<https://apps.indigotools.com/IR/IAC/?Exchange=NYSE&Ticker=WHR#>>
- Whirlpool, *Investor Overview* <<https://investors.whirlpoolcorp.com/why-invest/investor-overview/default.aspx>>
- Whirlpool, *Reportes Anuales y trimestrales 2016-2021*
- Yahoo Finance <<https://finance.yahoo.com/>>