



ICADE BUSINESS SCHOOL
MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS.

ANÁLISIS Y VALORACIÓN DE UNA EMPRESA DE COSMÉTICOS POR LOS MÉTODOS DEL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA Y MÚLTIPLOS.

El caso de L'Oreal.

Autor: Bárbara Rodríguez Sánchez
Director: Rocío Sáenz-Díez Rojas

Madrid.
Junio 2016.

Bárbara
Rodríguez
Sánchez



**ANÁLISIS Y VALORACIÓN DE UNA EMPRESA DE COSMÉTICOS POR LOS
MÉTODOS DEL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA Y MÚLTIPLOS.**

El caso de L'Oreal.

RESUMEN.

El objetivo principal de este trabajo es la puesta en práctica de los conocimientos adquiridos en el Máster de Finanzas a través de la aplicación práctica de una valoración tanto estratégica y de negocio, como analítica, de la compañía L'Oréal. Para realizar este análisis, se van a utilizar los métodos de Descuento de Flujos de Caja y de Múltiplos Comparables, con el objetivo final de establecer un precio objetivo por acción y compararlo con la cotización actual del mercado en vista de dar una recomendación de inversión en base a la sobrevaloración o infravaloración de la compañía.

PALABRAS CLAVE.

Valoración de empresas, L'Oréal, Método de Descuento de Flujos, Múltiplos comparables.

ABSTRACT.

The main objective of this work is the implementation of the knowledge acquired in the Master degree of Finance through the practical application of both strategic assessment and analytical business as L'Oreal. To make this analysis, are going to use methods Discount Cash Flow and Comparable Multiples with the final goal of setting a target price per share and compared with the current market in view of giving investment advice based on overvaluation or undervaluation of the company.

KEY WORDS.

Business Valuation, L'Oréal , Discounted Cash Flow method, Comparable Multiples.

ÍNDICE DE CONTENIDOS.

RESUMEN	2
1. INTRODUCCIÓN	6
1.1. <i>Objetivo de trabajo</i>	6
1.2. <i>Estructura</i>	7
1.3. <i>Metodología</i>	7-8
2. MARCO TEÓRICO	9
2.1. <i>Introducción</i>	9-10
2.2. <i>Métodos de valoración de empresas</i>	10-11
2.3. <i>El Método de Descuento de Flujos de Caja Libre</i>	12-22
2.2.1. <i>Introducción</i>	12-13
2.2.2 <i>Corrientes de flujos que pueden estimarse</i>	13-15
2.2.3 <i>Cálculo de Flujo de Caja Libre (FCL)</i>	16-17
2.2.4 <i>El Valor Residual (VR)</i>	17-18
2.2.5 <i>La tasa de descuento (WACC)</i>	18-21
2.2.6 <i>Valoración final de la compañía</i>	21-22
2.4. <i>Métodos de Flujos Comparables</i>	22-27
3. ANÁLISIS DE L'OREAL DESDE UN PUNTO DE VISTA ESTRATÉGICO Y DE NEGOCIO	28-42
3.1. <i>Introducción de la compañía</i>	28-29
3.2. <i>Misión, visión y valores</i>	39-30
3.3. <i>Recursos y capacidades de la empresa</i>	31
3.4. <i>Estrategia de la compañía</i>	32-33
3.5. <i>Organización</i>	34-36
3.6. <i>Análisis DAFO</i>	36-39
3.7. <i>Análisis del sector (Fuerzas de Porter)</i>	39-40
3.8. <i>Análisis de la competencia</i>	41-42
4. ANÁLISIS FINANCIERO DE L'ORÉAL	43-57
4.1. <i>Análisis del balance de L'Oréal</i>	43-45
4.2. <i>Análisis del fondo de maniobra de L'Oréal</i>	45-46
4.3. <i>Análisis de los ratios más representativos de L'Oréal</i>	47-50
4.3.1. <i>Ratios de liquidez</i>	47

4.3.2. Ratios de rentabilidad.....	47-48
4.3.3. Ratios de apalancamiento	49
4.3.4. Ratios operativos.....	49-50
4.4. Valoración de la compañía por el Método de Flujos de Caja	50-55
4.4.1. Hipótesis y proyecciones futuras	50-52
4.4.2. Valoración de la compañía.....	52-55
4.5. Análisis comparativo por múltiplos.....	55-56
5. Conclusiones.....	56-58
6. Bibliografía	59-61
6.1. Referencias bibliográficas	61-62
6.2. Referencias Web.....	61
7. Anexos.....	62-70

ÍNDICE DE FIGURAS.

FIGURA 1. Esquemas del balance contable y financiero de una empresa	15
FIGURA 2. Esquema del cálculo del Flujo de Caja Libre (FCL).....	16
FIGURA 3. Mapa conceptual de L'Oréal.....	29
FIGURA 4. Marcas más representativas de L'Oréal.....	35
FIGURA 5. Ratios Balance.....	44
FIGURA 6. Fondo de Maniobra (FM) (años 2010-2015).	46
FIGURA 7. Ratios de liquidez de L'Oréal (años 2010-2015).....	47
FIGURA 8. Ratios de rentabilidad de L'Oréal (años 2010-2015)	48
FIGURA 9. Ratios de apalancamiento de L'Oréal (años 2010-2015).....	49
FIGURA 10. Ratios operativos de L'Oréal (años 2010-2015).....	50
FIGURA 11. Relación entre el volumen de ventas y el crecimiento de la economía en 2016 (Estimación de la g).....	53
FIGURA 12. Información necesaria para el cálculo del WACC	54
FIGURA 13. Análisis de sensibilidad.....	55

FIGURA 14. Comparación por múltiplos comparables56
---	------------

INDICE DE ANEXOS.

ANEXO 1: Cuadro-resumen de las etapas básicas de una valoración por descuento de flujos.	62
ANEXO 2: Cuadro-resumen de los aspectos críticos de una valoración por descuento de flujos.	63
ANEXO 3: Distribución del sector cosmético en cuota de mercado en el año 2015. ..	66
ANEXO 4: Balance de situación de L'Oréal años 2010-2015.	64-65
ANEXO 5: Cuenta de pérdidas y ganancias de L'Oréal.	66
ANEXO 6: Incrementos porcentuales cuentas de balance y P&G.	67-68
ANEXO 7: Valoración de la compañía por el Método de Descuento de Flujos de Caja Libre.	69-70

1. INTRODUCCIÓN.

1.1. Objetivo del trabajo.

La principal finalidad de este trabajo, es la aplicación práctica de los conocimientos adquiridos a lo largo del Master en Finanzas en las asignaturas de Análisis y Gestión financiera, y Finanzas Corporativas.

Para ello, se pretende analizar la compañía L'Oreal desde el punto de vista estratégico y de negocio, realizando una valoración financiera de la misma mediante la aplicación de diferentes métodos, como son el de descuento de flujos y el de valoración por múltiplos, con el objetivo final de establecer un precio teórico por acción. Una vez obtenido dicho precio, se realizará una comparación de los resultados conseguidos con el precio de mercado de la acción a valorar con el fin último de realizar una recomendación de inversión/ desinversión de la compañía, basada en la infravaloración o sobrevaloración de sus acciones con respecto al precio actual reflejado en el mercado bursátil.

El objetivo primordial de este trabajo es el enriquecimiento financiero que me proporcionará la investigación y puesta en práctica de los conocimientos adquiridos durante este año de Máster para elaborar un completo estudio de valoración de empresas, y en particular, a través del análisis del caso práctico de una gran compañía como es L'Oreal. Esta motivación viene dada, sobre todo, por mi interés hacia la valoración de empresas y las operaciones M&A, además de mi pasión por el sector de la cosmética y belleza, siendo estos los dos factores clave que me han llevado a elaborar este proyecto.

1.2. Estructura.

El trabajo se estructura en cuatro partes claramente diferenciadas:

- La primera sección se compone de un marco teórico de todos los métodos de valoración que se van a aplicar posteriormente en el caso práctico analizado, con el fin de conseguir una mejor comprensión de la materia.
- La segunda sección se compone de un análisis de L’Oreal desde un punto de vista estratégico y de negocio, a fin de identificar sus fortalezas y debilidades, así como sus principales competidores.
- En la tercera sección se realizará el desarrollo práctico de la valoración financiera de la compañía a través de los distintos métodos esbozados en la primera sección, con el objetivo de conseguir un precio teórico por acción.
- Finalmente, a modo de conclusión, en la cuarta sección, se realizará una comparación de los resultados obtenidos en la valoración, con el precio de cotización real de L’Oreal, con el fin de dar una recomendación consolidada de inversión de la compañía basada en el estudio realizado.

1.3. Metodología.

La metodología aplicada debe comenzar por una exhaustiva revisión, tanto de las fuentes teóricas, como académicas necesarias para su buen desarrollo, así como el análisis de la compañía que queremos estudiar, con el fin de asegurar el acceso a la información necesaria que servirá de base para el análisis. No se han encontrado problemas a la hora de extraer datos de información contable y de inversión de la compañía, puesto que la empresa cotiza en la bolsa de París desde 1963, por lo que publica de forma transparente sus balances y cuentas anuales consolidadas.

Para ello se empleará el denominado **Método del Caso**¹, mediante un aprendizaje activo centrado en la investigación y estudio de un problema real y específico que sirve como principal herramienta para realizar un estudio inductivo (Boehrer, y Linsky, 1990)².

Una vez realizada la identificación de la compañía objeto de valoración, el siguiente paso es el estudio tanto del mercado (en este caso del mercado francés), como del sector (principalmente de la cosmética y belleza) y de sus principales competidores (Unilever, Procter & Gamble, Estée Lauder, Shiseido...), en vista de obtener una visión global de la situación de la compañía en relación a dichos factores.

En el presente trabajo se llevará a cabo un enfoque inductivo, mediante el cual, a partir de los resultados individuales extraídos del análisis realizado a través de los diferentes métodos de valoración, se obtendrán unas conclusiones finales.

¹ **El Método del Caso** (Análisis de casos) es un tipo de estudio implantado por primera vez en 1994 en la Universidad de Derecho de Harvard con el fin de dar la oportunidad a sus estudiantes a afrontar un problema real, incentivando la toma de decisiones fundamentadas en juicios reales y valoración de actuaciones.

² **BOEHRER, J. Y M. LINSKY (1990)**. “*Teaching with Cases: Learning to Question*”, en Svinicki, M.D. (ed.), *The Changing Face of College Teaching. New Directions for Teaching and Learning*, no. 42. San Francisco: Jossey-Bass.

2. MARCO TEÓRICO.

2.1. Introducción.

Valorar una empresa es un proceso de gran complejidad que busca determinar el valor de una entidad para poder establecer decisiones y recomendaciones con respecto a su posible inversión/ desinversión o compra/venta de acciones. Para ello, es importante ser conscientes del carácter subjetivo que presenta, puesto que el valor de una empresa difiere en función de la percepción individual de cada analista. Esto no significa que exista una valoración correcta y las demás erróneas, sino que todas ellas serán aceptables siempre que se basen en fundamentos razonables que puedan ser justificados y argumentados. La clave para establecer dichos fundamentos es la recopilación de la adecuada información y un conocimiento previo tanto del sector en el que opera la compañía como el entorno macroeconómico, los factores externos que influyen en su actividad, sus principales competidores etc.

Es fundamental llevarla a cabo a lo largo de la vida de la misma como apoyo a muy distintos proyectos financieros como son los siguientes:

- **En operaciones de compraventa o de inversión/ desinversión:** es esencial a la hora de establecer un precio objetivo y obtener un mayor poder de negociación frente a los posibles compradores o vendedores en función de la posición estratégica de cada uno de ellos.
- **En las salidas a bolsa:** el proceso de valoración es el modo de justificar el precio público al que se ofrecen las acciones una vez comiencen a cotizar en el mercado, sirviendo como base al precio que el mercado está dispuesto a pagar por la compra de esas acciones.
- **Fusiones y adquisiciones de empresas:** utilizamos la valoración para analizar tanto la empresa que se quiere adquirir, como ambas empresas que se quieren fusionar con el objetivo de establecer el valor conjunto de la nueva compañía formada por la unión de las anteriores.

- **En la planificación estratégica:** es una herramienta muy beneficiosa a la hora de decidir elementos de la compañía se deben mantener, potenciar o abandonar en función de la rentabilidad aportada.

2.2. Métodos de valoración de empresas.

Como se ha mencionado, la valoración de empresas es un procedimiento muy complejo que puede ser realizado mediante diferentes métodos, en base bien a la información recopilada, como a preferencias individuales. En el artículo de Pablo Fernández (2008) "*Métodos de Valoración de empresas*" se puede encontrar la siguiente clasificación de los métodos en función a los procedimientos a seguir:

- **Métodos basados en el balance de la empresa:** estiman el valor objetivo de la empresa a través de una perspectiva estática basándose en el valor de su patrimonio. Al tratarse métodos estáticos no tienen en cuenta la evolución futura de la empresa.
- **Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o "goodwill"³:** estiman el valor objetivo de la empresa desde un punto de vista mixto, puesto que, por un lado, realizan una valoración estática de la empresa mediante valoración de su patrimonio, y por otro lado, añaden cierto dinamismo a la valoración teniendo en cuenta los resultados de los beneficios futuros.
- **Métodos dinámicos:** En este grupo se incluyen los *modelos basados en el descuento de flujos de fondos*, los cuales tratan de estimar el valor objetivo de la empresa a través de la predicción de los flujos de dinero futuros (*cash flows*), descontados a valor actual mediante una tasa de descuento adecuada al riesgo derivado de dichos flujos.

³ **El Fondo de Comercio (goodwill)** es definido en El Plan General Contable como "El exceso, en la fecha de adquisición, del coste de la combinación de negocios sobre el correspondiente valor de los activos identificables adquiridos menos el de los pasivos asumidos", es decir, se trata del valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o valor en libros.

- **Métodos de opciones reales:** Incorporan en la valoración de la empresa la posibilidad de introducir en el futuro modificaciones en las inversiones productivas, incrementando así el valor objetivo de la misma.
- **Valoración por múltiplos⁴ de compañías comparables:** Estiman el valor objetivo de la empresa objeto de estudio, con el de otras compañías similares tanto en tamaño como en el sector donde se basa su principal actividad, a través de la comparación del volumen de beneficios, ventas, etc. Dentro de este grupo los métodos más destacados son aquellos basados en el PER⁵.

El método que actualmente se considera que mejor refleja el valor de la compañía a analizar siempre que existan expectativas futuras de funcionamiento es el **descuento de flujos de fondos (cash flows)**. Por ello, será el elegido para realizar la puesta en práctica de la valoración de L’Oreal. Además, a modo de comprobación del resultado obtenido también se emplearán los modelos basados en los múltiplos comparables más significativos.

A continuación se analizarán con mayor detenimiento los dos métodos principales utilizados en el posterior análisis de L’Oreal: **el Descuento de Flujos de Caja Libre** y **la Valoración por Múltiplos de Compañías Comparables**.

⁴ Un **múltiplo** es un indicador que mide la relación existente entre varios elementos relevantes de la actividad de la empresa, como por ejemplo, precio/ventas por acción, con el objetivo de servir como herramienta en la comparativa de empresas similares.

⁵ El **ratio PER (Price Earnings Ratio)** es la principal referencia utilizada en los mercados bursátiles para la valoración de acciones y compañías en función de lo que paga el mercado por cada unidad monetaria de beneficio obtenido por la compañía. Su cálculo es el siguiente:

$$PER = \frac{\text{Precio de mercado de la acción}}{\text{Beneficio por acción.}}$$

2.3. El Método de descuento de Flujos de Caja Libre.

2.3.1 Introducción al descuento de Flujos de Caja.

El Método de Descuento de Flujos de Caja trata de estimar el valor objetivo de los *cash flows* o flujos de caja generados por la compañía en el futuro, descontados a momento actual (Blanco Pascual, et al; 2007)⁶. Por tanto, el descuento de flujos de caja es un método muy adecuado a la hora de valorar empresas con flujos de caja que puedan ser predecibles, aunque es importante añadir que los resultados dependen en gran medida de las características específicas de cada compañía, las volatilidades históricas, la actividad que realizan y el riesgo derivado de dicha actividad.

Además, para una completa comprensión del modelo, es necesaria la estimación del **valor residual (VR)** de la empresa, descontado al igual que los flujos de caja estimados.

En primer lugar, la proposición muy conocida en Finanzas “un euro hoy vale más que mañana”, es de especial relevancia y se ha de tener en cuenta, por lo que todo flujo de caja debe ser actualizado, es decir, debe ser llevado a un mismo horizonte temporal para poder ser comparados y para poder conocer cuál es hoy el valor de la empresa o de los activos analizados. En este proceso es necesario establecer una tasa de descuento específica a la que denominaremos WACC (*Weighed Average Cost of Capital*) y una tasa de crecimiento constante (g), en las que se inquirirá detenidamente más adelante. De esta manera, a nivel global, los distintos métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la siguiente expresión a la hora de realizar una valoración (*Pablo Fernandez (2008), Métodos de valoración de empresas*):

⁶ BLANCO PASCUAL, L. *et al.* (2007). *Valoración de empresas por Descuento de Flujos de Caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos.*

$$VAN = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+r)^n} \quad \text{Donde;} \quad VR_n = \frac{CF_n (1+g)}{(k-g)}$$

Siendo, CF_i = Flujo de fondos generados por la empresa en el periodo i ; VR_n = valor residual de la empresa en el año n ; r = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos y g = tasa de crecimiento constante de los flujos.

Por último, añadir que se pueden encontrar las principales etapas y aspectos críticos fundamentales a la hora de obtener una óptima valoración, siguiendo la metodología de Pablo Fernández en su libro “*Métodos de Valoración de Empresas*” en los Anexos 1 y 2 del trabajo.

2.2.2 Corrientes de flujos que se pueden estimar.

Siguiendo el razonamiento de Pablo Fernández⁷ es necesario conocer y familiarizarse con los diferentes flujos de fondos que pueden ser considerados en la valoración financiera de la empresa a analizar (en este caso L’Oréal) en vista a identificar cuál de ellos se ajusta mejor a dicha valoración y método a utilizar:

- **Flujos de caja para el accionista (FCa):** Representa el efectivo disponible para la remuneración de los accionistas, del total generado por la empresa después de efectuar los pagos a los proveedores y financiación ajena. Es decir, se trata de la capacidad líquida de la empresa para pagar dividendos a sus accionistas, cubrir su deuda y ampliar sus inversiones. Analíticamente podemos resumirlo con la siguiente expresión:

$$CFac = FCL - [\text{intereses pagados} * (1-T)] - \text{pagos principal} + \text{nueva deuda}$$

- **Flujos de caja para la deuda (FCd) ó Flujo de Caja para el Acreedor:** representa el efectivo que sale de la empresa para atender los intereses y la

⁷ FERNÁNDEZ, P. (2008). *Métodos de Valoración de empresas*. Universidad de Navarra.

devolución del principal de la deuda financiera. Analíticamente se resume mediante la siguiente expresión:

$$CFd = \text{Intereses pagados} - \text{incremento de la deuda.}$$

- **Flujo de Caja Libre (FCL) ó Flujo de Caja Operativo:** representa los flujos obtenidos de las actividades operativas de la compañía después de satisfacer sus necesidades de inversión, es decir, el efectivo del que dispone la empresa para atender a sus deudas financieras o remunerar a sus accionistas. Para su cálculo se parte del Beneficio antes de Intereses e Impuestos (EBIT)⁸.

$$FCL = CFac + deuda.$$

- **Flujo de Caja de Capital (FCC):** Representa el efectivo total que la empresa ha generado, tanto para los accionistas como para los acreedores. Su cálculo se basa en la suma del Flujo de Caja para el Accionista (FCa) y el Flujo de Caja para la Deuda (FCd), es decir:

$$FCC = CFac + CF = CFd + I - \text{incremento de la deuda.}$$

$$\text{Donde; } I = D * Kd$$

En el presente trabajo se ha decidido utilizar el Flujo de Caja Libre (FCL), puesto que se trata de la corriente más utilizada por los analistas a la hora de fijar un precio objetivo a las compañías analizadas.

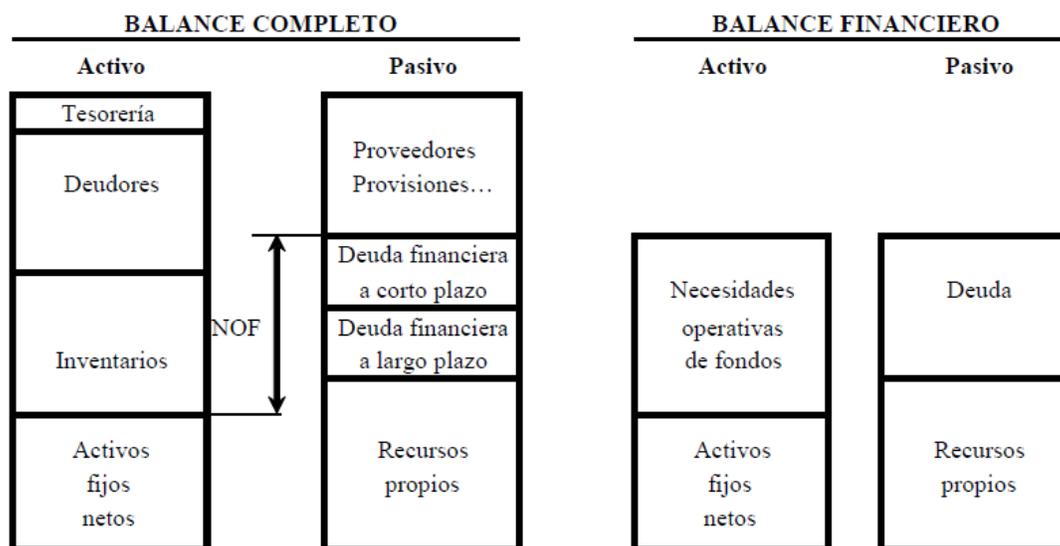
Por otra parte, antes de comenzar la explicación de la función, significado y cálculo de los flujos de caja libres, se considera necesario identificar las diferencias existentes entre el balance contable y el balance financiero de una compañía. Puesto que mientras el primero es más conveniente para otros usos ajenos a la valoración, el

⁸ **El Beneficio antes de Intereses e Impuestos (EBIT)** es calculado mediante la siguiente expresión:

$$EBIT = \text{Ingresos} - \text{Coste de los bienes vendidos} - \text{Gastos Operativos (NOF).}$$

balance financiero el más adecuado a la hora de extraer las necesidades de inversión tanto de las NOF como del Capex.

Figura 1. Esquemas del balance contable y financiero de una empresa.



Fuente: Pablo Fernández, métodos de valoración de empresas, página 16

Como se puede apreciar en la **Figura 1**, cuando nos referimos al activo financiero de la empresa, se trata del activo total menos la financiación espontánea, es decir, los activos no corrientes netos, más las necesidades operativas de financiación (NOF).

Por tanto, analíticamente podemos calcular las NOF mediante la siguiente expresión:

$$NOF = Caja + deudores + existencias - acreedores - provisiones.$$

El pasivo financiero de la compañía está formado por los recursos propios y la deuda financiera a corto y largo plazo.

2.2.3 Cálculo de Flujo de Caja Libre (FCL).

Con objeto de facilitar la comprensión de la determinación de Flujo de Caja Libre (FCL), se dividirá el proceso en los siguientes pasos:

- El primero es la **estimación de los flujos de caja (cash flows)** a través del EBIT de la empresa en cada uno de los años objeto de estudio. Para ello se tienen que restar a los ingresos los gastos operativos, las amortizaciones y las provisiones.
- A continuación se calcula sobre el EBIT el **Beneficio Operativo de la compañía después de Impuestos (NOPAT)**. Analíticamente se puede expresar mediante la siguiente fórmula:

$$NOPAT = EBIT (1 - T)$$

Siendo, T = impuestos

- El siguiente paso consiste en la obtención del **Flujo de Caja Bruto**, resultado de sumar a la cifra anterior los gastos de amortización de la empresa y las provisiones.
- Por último, para la obtención del **Flujo de Caja Libre Neto**, restamos al Flujo de Caja Bruto el incremento de las Necesidades Operativas de Financiación (NOF)⁹ y el CAPEX¹⁰.

Figura 2. Esquema del cálculo del Flujo de Caja Libre (FCL).

FCL	BAIT (1-T)
	+ AMORTIZACION
	- CAPEX
	-NOF

Fuente: Elaboración propia.

⁹ Analíticamente podemos calcular el **NOF** mediante la siguiente fórmula:

$$NOF = (Clientes + tesorería + existencias) - Proveedores$$

¹⁰ El termino **CAPEX** se refiere a todas las inversiones que la compañía ha realizado en activo neto fijo para su mejora, tales como equipamientos, propiedades, terrenos, etc.

Una vez estimados los Flujos de Caja Libres para cada periodo, se debe sumar el Valor Residual (VR), descontándose todos a valor actual mediante la tasa de descuento (WACC), con objeto de obtener el valor objetivo de la compañía.

2.2.4 El Valor Residual (VR).

El Valor Residual (VR) es aquel valor que se estima que puede tener la empresa al finalizar el horizonte temporal analizado. Es necesario descontar dicho valor al momento actual para calcular el valor objetivo de la empresa mediante el método estudiado. Entre otros factores, su peso depende del horizonte temporal analizado, es decir, cuanto más alejado esté en el tiempo el final del horizonte de previsión, menor importancia tendrá en términos actuales el valor residual considerado (Pérez de Mendoza, de Murga; 2008)¹¹.

Analíticamente, su cálculo se realiza mediante la siguiente fórmula:

$$VR_n = F_n \frac{(1 + g)}{(WACC - g)}$$

Siendo VR_n el valor residual en el año n; F_n el flujo de caja calculado previamente para el año n; WACC (Weighted Average Cost of Capital) el Coste de Capital Medio Ponderado y G la tasa de crecimiento prevista para los flujos a partir del año n.

Para la realización de dicho cálculo se deben tener en cuenta las siguientes presunciones:

- el Valor Residual (VR) no se trata de un flujo independiente adicional, sino que será añadido al importe estimado para el último flujo de caja estimado (F_n).
- La tasa de crecimiento estimada es constante a lo largo del periodo analizado. Su valor tiende a situarse en torno al 2-3% en función de las perspectivas

¹¹ PÉREZ DE MENDOZA, F. y DE MURGA, C. (2008). Dirección Financiera. Ed. Aranzadi, S.A.

subjetivas de cada analista, siempre y cuando no supere el crecimiento de la economía.

2.2.4 Tasa de descuento (WACC).

Para una aproximación del valor real de la empresa al estimado es necesaria una correcta estimación de la tasa de descuento, lo que precisará tener en cuenta entre otros aspectos, el retorno real esperado en términos de consumo, la inflación esperada o la plusvalía a pagar por la incertidumbre asociada a los flujos de caja futuros.

Para esta función se considera que la tasa de descuento adecuada a la hora de descontar los Flujos de Caja Libre (FCL) es **el coste medio ponderado después de impuestos (WACC)** de todas las fuentes de financiación de la empresa. Tratándose de un promedio ponderado de dos magnitudes: Un coste (el coste de la deuda) y una rentabilidad exigida a las acciones (el coste de capital).

Analíticamente se puede calcular mediante la siguiente expresión:

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

Donde; E es el valor del capital o patrimonio de la compañía, Ke es la rentabilidad exigida de las acciones o coste de capital, D es el valor de la deuda financiera, Kd es el coste de la deuda, T es la tasa impositiva.

- **El Coste de Capital (Ke).**

El Coste de Capital (Ke) es el coste de los recursos financieros utilizados, es decir, al retorno que la empresa ha de obtener para justificar el uso de sus activos frente a sus accionistas y sus prestatarios (Rappaport, 2006).

Franco Modigliani¹² afirma que se trata de una herramienta de gran utilidad como referencia de la rentabilidad mínima que ha de obtener la compañía con sus inversiones, siendo un elemento fundamental a la hora de determinar su estructura financiera. La estructura financiera de la empresa es fundamental a la hora de realizar la valoración, tanto es así que autores como Brealey y Myers (1988)¹³ han llegado a afirmar que la mayoría de las veces, el objetivo principal en el momento de la toma de decisiones financieras no es el de “maximizar el valor de mercado” sino el de “minimizar el coste medio ponderado de capital”.

Por otro lado, Pérez de Mendoza y de Murga (2008)¹⁴ afirman que el coste de capital de una empresa está formado por una tasa de interés libre de riesgo más un importe adicional por el riesgo de invertir en la empresa, el cual es calculado tomando como referencia el riesgo existente en el mercado.

Para su cálculo se han desarrollado varios métodos y formulas, como por ejemplo el modelo de Gondon y Shapiro¹⁵, pero el método utilizado por excelencia es el CAPM

¹² **MODIGLIANI, F.; MILLER, M. (1963)** "Corporate Income taxes and the cost of capital: a correction". American Economic Review, junio.

¹³ **BREALEY, R y MYERS, S. (1988)**. *Fundamentos de Financiación Empresarial*. McGraw-Hill/Interamericana de España, S.A.

¹⁴ **PÉREZ DE MENDOZA, F. y DE MURGA, C. (2008)**. *Dirección Financiera*. Ed. Aranzadi, S.A.

¹⁵ **El Modelo de Gondon y Shapiro**, (Modelo de Dividendos Crecientes a Tasas Constantes) presupone un crecimiento constante de los dividendos a una tasa constante (g), siguiendo la siguiente fórmula:

$$Ke = (Div_1/P_0) + g$$

Donde; Div1 son los dividendos a percibir en el siguiente periodo (Div0 (1+g)), P₀ es el precio actual de la acción y g la tasa de crecimiento constante de los dividendos.

(*Capital Asset Pricing Model*), cuyo principal promotor fue Markowitz¹⁶ en su libro “Efficient Diversification of Investments” en 1959. Mediante este modelo K_e es calculado a través de la siguiente ecuación:

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

Donde; R_f es la tasa de rentabilidad libre de riesgo, $E[R_m]$ es la esperanza de la rentabilidad del mercado, β es un coeficiente que mide la volatilidad, el riesgo sistemático o de mercado, y $(R_m - R_f)$ es la prima de mercado.

Es importante destacar la importancia de β , la cual se ve influenciada por el apalancamiento financiero y operativo de la compañía y refleja la sensibilidad específica al riesgo no diversificado del mercado, dependiendo del tipo de negocio y sector en el que opere.

Siguiendo el razonamiento de Markowitz, su interpretación es la siguiente:

- Si $\beta > 1$: implica que la acción de la compañía tiene un riesgo mayor al promedio del mercado en su conjunto, es decir, la acción es más volátil que el mercado. Por tanto, si el mercado sube un 1%, la acción de la empresa subirá más de un 1%.
- Si $\beta = 1$: implica que la acción de la compañía tiene un riesgo similar al promedio del mercado en su conjunto. Por tanto, si el mercado sube un 1%, la acción de la empresa también subirá en un 1%.
- Si $\beta < 1$: implica que la acción de la compañía tiene un riesgo menor al promedio del mercado en su conjunto, es decir, la acción es menos volátil que el mercado. Por tanto, si el mercado sube un 1%, la acción de la empresa subirá menos de un 1%.

¹⁶ MARKOWITZ, H. (1959). Efficient Diversification of Investments, Cowles Foundation, Monograph 16.

- **Coste de la deuda (Kd):**

Se emplea este término para hablar del coste de la deuda antes de impuestos, es decir, de la rentabilidad exigida a la deuda.

Al igual que pasaba con el Coste de Capital (Ke), el Coste de la Deuda (Kd) puede obtenerse de diferentes maneras dependiendo de la información facilitada y las preferencias personales de cada analista. En el caso de que la empresa cotice en el mercado bursátil, se puede obtener dicha información a través del rating de sus bonos. En el caso contrario, también es posible su obtención dividiendo los gastos financieros entre el total de la deuda financiera de la empresa.

Un tercer método es el cálculo del coste de la deuda de una empresa a través del indicador “*Interest Coverage Ratio*”, es decir:

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \frac{EBIT}{\text{Gastos financieros}}$$

Una vez estimado, se puede calcular la prima mediante la deuda cotizada en el mercado.

2.2.5 Valoración final de la compañía.

A modo de resumen, agrupando todo lo aprendido en los anteriores epígrafes, el valor de la empresa se puede conseguir a través de la siguiente expresión¹⁷:

$$\text{Valor de la Empresa (VE)} = \sum_{i=1}^n FCL_i (1+WACC)^i + VR / (1+WACC)^n$$

Pero lo que se quiere obtener para realizar una correcta recomendación de inversión o desinversión de la compañía, basada en la infravaloración o sobrevaloración de la

¹⁷ **MASCAREÑAS, J (2011).** Fusiones y adquisiciones y valoración de empresas. McGraw-Hill, capítulo 9 (pp.305-307)

misma, es el valor de sus acciones. Para ello se debe restar el valor de la deuda financiera neta al resultado que se ha obtenido como valor de la empresa. Es decir:

$$\text{Valor de la acción} = (\text{Valor de la Empresa} - \text{Deuda Financiera Neta}) / n^{\circ} \text{ de acciones.}$$

Por último, se considera recomendable establecer diferentes escenarios en función del grado de optimismo como medida preventiva para tener un cierto rango de posibles resultados en los que basarse.

2.4. Método de los Múltiplos Comparables.

A diferencia del resto de modelos, este método se basa en la cuenta de resultados de la empresa. Además, para poder extraer conclusiones y recomendaciones fiables es necesario realizar una comparación con otras empresas similares (en cuanto a productos, tasa de crecimiento, riesgo etc.) cotizadas del sector, “empresas comparables”.

Las principales ventajas que presenta este método frente al resto son: su simplicidad de cálculo y de análisis y su eficaz función como herramienta adecuada para comprobar el resultado obtenido mediante el método de valoración por descuento de flujos explicado anteriormente.

Sin embargo, como todos los modelos, presenta una serie de desventajas entre las que podemos destacar: la dificultad para encontrar compañías completamente comparables, las diferencias existentes en los sistemas contables en base a la legislación nacional, o la premisa de que todos los mercados son eficientes y toda la información disponible se encuentra descontada en los precios, sin embargo, en la práctica estas hipótesis suelen estar influenciadas por diversos intereses que dan lugar a mercados ineficientes donde no existe transparencia completa de la información.

A continuación se explicarán brevemente los múltiplos más utilizados en este método, su cálculo, composición e interpretación, tomando como referencia el artículo de Alejandro Ramírez¹⁸, “Como valorar una empresa cotizada” y el libro de Pablo Fernández¹⁹ “Valoración de Empresas por el Método de los múltiplos de compañías comparables”:

- **Múltiplo PER (*Price Earnings Ratio*).**

Se trata del ratio más utilizado para la valoración de empresas cotizadas y estima el valor de las acciones multiplicando el Beneficio Neto Anual (BNA) por un coeficiente denominado PER (*Price Earnings Ratio*). Por consiguiente el ratio PER indica el número de veces que el BNA está incluido en el precio de la acción, o dicho de otro modo, los años de beneficio que deben pasar para que los inversores recuperen el dinero invertido en la empresa.

Su cálculo puede realizarse a través, tanto de los datos de la compañía en su conjunto como de los datos por acción. En el primer caso, podemos estimar el PER mediante la siguiente expresión:

$$PER = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Beneficio Neto por acción (BNA)}}$$

Si se quiere estimar tomando como base los datos por acción, se debe emplear tanto la cotización de los títulos como el beneficio por acción, es decir:

$$PER = \frac{\text{Precio}}{\text{Beneficio Neto por acción (BNA)}}$$

¹⁸ RAMÍREZ, A. (2013). *Cómo valorar una empresa cotizada*. Inversor Ediciones, S.L. <https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/Manual Valorar empresa Cotizada.pdf>

¹⁹ FERNÁNDEZ, P. (1999). *Introducción a la Valoración de Empresas por el Método de los múltiplos de compañías comparables*. Universidad de Navarra.

La función principal de esta herramienta es comprobar, en términos relativos, si una empresa es barata o cara. Para ello, es necesario el conocimiento previo tanto del sector como de los principales competidores, puesto que la base de este método es la mera comparación de magnitudes. Por tanto, si la empresa analizada presenta un PER mayor que la media del sector o de sus empresas competidoras comparables, se llega a la conclusión de que la empresa es relativamente cara en comparación con el sector o su principal competidor, por lo que la empresa está sobrevalorada. En el caso de que el PER obtenido sea menor que el de la media del sector o sus empresas comparables, se concluye que el precio por acción de la compañía es relativamente caro en función a sus comparables, y por lo tanto la empresa está infravalorada.

- **El valor de los dividendos.**

Otra manera de calcular la valoración de una empresa, puede estar basada en los dividendos que reparte. Se denomina **dividendo** a los flujos periódicos repartidos a los accionistas en función del volumen de acciones que tengan de la compañía, es decir, los beneficios repartidos que la empresa otorga a sus accionistas. Por consiguiente, el valor de la acción es el valor actual de los dividendos que se espera que los accionistas obtengan de la empresa. Analíticamente se puede expresar de la siguiente manera:

$$\text{Valor de los dividendos} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{K_e}$$

Donde K_e es la rentabilidad mínima exigida por los accionistas y se puede extraer a través del CAPM estudiado anteriormente.

- **Múltiplo del precio/ Cash Flow (PCF).**

Indica las veces que se paga el “Cash Flow”, es decir, la cantidad de veces que contiene el precio la diferencia entre las entradas y salidas de los flujos monetarios de la compañía.

Su cálculo puede expresarse mediante la siguiente fórmula:

$$PCF = \frac{\text{Precio de cotización}}{\text{Flujo de caja libre neto por acción.}}$$

Un PCF alto indica el optimismo de los accionistas con respecto al crecimiento de los dividendos y/o el escaso riesgo de la acción, provocando que los accionistas acepten una baja rentabilidad y la acción esté sobrevalorada.

Un PCF bajo indica unas expectativas poco favorables por parte de los accionistas y/o un alto riesgo de la acción, provocando que la misma se encuentra infravalorada.

- **Múltiplo del precio/ Valor Contable (P/VC).**

Este ratio es conocido comúnmente por sus siglas en ingles “*Price to Book Value*” y trata de comparar el valor en bolsa de una compañía con su valor contable, es decir, el valor de sus recursos propios.

$$P/VC = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Valor contable por acción}}$$

Siguiendo el razonamiento de Alejandro Scherk²⁰, se puede interpretar el resultado obtenido de la siguiente manera:

- Si $P/VC < 1$: La empresa cotiza a un valor inferior que sus fondos, es decir, su valor de mercado es inferior a su valor en libros, por lo que la venta de sus acciones en el mercado ofrece menos beneficios que una posible liquidación de la compañía.
- Si $P/VC = 1$: La empresa cotiza al mismo valor que sus fondos, es decir su valor contable coincide con el valor que le otorga el mercado.

²⁰ **SCHERK. A (2011)**. Manual de Análisis Fundamental. Quinta Edición revisada y Actualizada. Inversor Ediciones, S.L. Madrid.

- Si $P/VC > 1$: La empresa cotiza a un valor superior que sus fondos, es decir, tiene buenas expectativas de crecimiento futuras por lo que su valor en bolsa es superior a su valor en libros, es decir, el mercado valora a la empresa analizada por encima de su valor contable.
- **Múltiplo precio/ ventas.**

A diferencia de los ratios anteriores, el múltiplo de las ventas compara el precio de la empresa analizada, con las ventas realizadas durante el año analizado. Es decir:

$$\text{Múltiplo precio/ventas} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Ventas}}$$

Su resultado se puede interpretar como el número de veces que se encuentran cotizados los beneficios en el precio de la empresa. Esta información suele ser incluso más fiable que la obtenida a través de los flujos de caja y beneficios, puesto que las ventas son una magnitud más difícil de manipular que las anteriores.

- **Múltiplo BAIT.**

Mediante este método se compara el valor de la empresa con su BAIT, es decir, su beneficio antes de impuestos e intereses. Analíticamente se expresa mediante la siguiente fórmula:

$$\text{Múltiplo BAIT} = \frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{BAIT}}$$

Frente al múltiplo PER presenta la ventaja de no estar influenciado por el grado de apalancamiento de la empresa, es decir, al grado de dependencia con respecto a su deuda. Dicho término corresponde al PER desapalancado.

- **Múltiplo de EV/EBITDA.**

Cuando se trata de valorar empresas que por su carácter o situación se encuentran muy endeudadas debido a sus elevadas necesidades de inversión, como es el caso de las empresas del sector industrial o tecnológico, generalmente se utiliza el ratio EV/EBITDA, buscando obtener una imagen más precisa de la situación que presenta la compañía analizada. Trata de medir el número de veces que el activo operativo está incluido en el pasivo operativo y, es destacable que, al igual que en el anterior ratio, no tiene en cuenta la estructura de la empresa, dado que el resultado EBITDA no incluye en su cálculo los intereses de la deuda. Este hecho le dota de mayor precisión a la hora de la interpretación de su cálculo, puesto que por su carácter no se encuentra influenciado ni por las políticas de amortizaciones ni las estructuras de capital de las empresas.

Analíticamente se puede calcular mediante la siguiente expresión:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Valor de la empresa}}{EBITDA}$$

Con respecto a su interpretación, se considera que la empresa es más asequible cuanto menor sea su valor, es decir, cuantos más ingresos o flujos de caja sea capaz de generar la empresa, mayor será su resultado EBITDA y por tanto, menor será el resultado del ratio EV/EBITDA y con ello más barata resultará la empresa.

3. APLICACIÓN PRÁCTICA: ANÁLISIS DE L'OREAL DESDE UN PUNTO DE VISTA ESTRATÉGICO Y DE NEGOCIO.

En esta sección se realizará una introducción y análisis de la empresa estudiada desde un punto de vista estratégico y de negocio. Con ello se pretenden identificar las principales fortalezas y debilidades de la firma, así como su organización, estrategia y competidores más punteros, con el fin último de tener un conocimiento lo más amplio posible tanto de la compañía, como del sector en el que opera, para obtener una sólida valoración financiera a través de la posterior aplicación de los métodos estudiados con anterioridad.

Para comenzar la elaboración del análisis, se ha extraído toda la información relevante de la web corporativa de la compañía²¹, salvo la información financiera, que proviene de las aplicaciones de Reuters y Bloomberg²².

3.1. Introducción de la compañía.

El grupo L'Oreal, con sede en Clichy, Francia, es la compañía de cosméticos más grande del mundo. Desde su fundación en 1909, por el químico y empresario Eugène Schueller, con uno de los primeros tintes para cabellos, la empresa y sus innovaciones han tenido una espectacular acogida. Hoy en día cuenta con una cartera de 32 marcas internacionales (Lancôme, Vichy, Garnier, Maybeline New York, Essie...), tiene presencia en 130 países mediante filiales repartidas por todo el mundo, y una inmensa gama de productos individuales orientados a todo tipo de clientes.

La empresa llega a España en el año 1932, con L'Oreal España, instaurando su principal fábrica en Burgos, que es considerada como una de las más importantes a nivel mundial.

²¹ **WEB CORPORATIVA DE L'OREAL:** <http://www.loreal.es/>

²² **THOMSON REUTERS:** www.thomsononeim.com

BLOOMBERG: www.bloomberg.com

En la actualidad, con una gran infraestructura, compuesta por 43 fábricas y 71 centros de distribución, cuenta con más de 78.000 empleados de los cinco continentes, ocupando la multiculturalidad un gran papel en el grupo.

Figura 3. Mapa conceptual de L'Oréal.



Fuente: Web corporativa de L'Oréal.

3.2. Visión, misión y valores²³.

Misión:

“En L'Oréal se considera la belleza como un lenguaje, puesto que no solo existe un único modelo de belleza”. La misión de la compañía es, atendiendo a una población heterogénea, satisfacer las necesidades cosméticas del mayor número de clientes.

Visión.

“En L'Oréal se apuesta por un único negocio: la belleza”, por lo que desde hace más de un siglo la compañía ha empleado su energía y saber hacer en convertirse en una de las marcas de cosméticos más reconocida a nivel mundial. La visión de la compañía es

²³ La información de este apartado está basada en la Web corporativa del grupo: <http://www.loreal.pe/grupo/bienvenido-a-loreal/quienes-somos.htm>

ofrecer a sus clientes los mejores productos en innovación cosmética, calidad, eficacia y seguridad.

Valores.

- Pasión por la belleza y por lo que los cosméticos pueden aportar a las mujeres y hombres en términos de confianza en sí mismos, bienestar y decisión.
- La innovación como fuente insaciable de un mayor nivel de eficacia. Querer siempre ampliar los límites del conocimiento en la búsqueda de nuevas fórmulas en la creación de productos innovadores.
- El espíritu empresarial como fuerza motriz de la compañía. L’Oreal apuesta por la valentía, el desafío y la aventura en su estilo de gestión.
- Actitud abierta, como base para escuchar y comprender a sus diferentes clientes en el camino hacia la oportunidad de ofrecer soluciones a la diversidad de aspiraciones de belleza que hay en el mundo.
- La búsqueda de la excelencia como valor que impregna cada rincón de la compañía, expresándose como un estado mental en la búsqueda de la perfección y superación en la satisfacción de los clientes.
- Responsabilidad en todos los aspectos, buscando ante todo productos eficaces, seguros e inocuos contribuyendo en el bienestar de los empleados, del medioambiente y de la sociedad en su conjunto.

Todos estos valores están fundamentados en una serie de principios éticos que dan sentido y forma a la cultura de la empresa y de las personas que día a día consiguen satisfacer las necesidades de sus clientes. Estos principios son la integridad, el respeto hacia los demás, el valor y la transparencia.

3.3. Recursos y capacidades de la empresa.

L'Oréal cuenta con una gran infraestructura interna, tanto de recursos como de capacidades diferenciales de la marca, con el objetivo de expandir lo máximo posible su alcance tanto nacional como internacional y conseguir una ventaja competitiva frente a sus competidores.

Podemos clasificar sus recursos en tangibles e intangibles:

- **Los recursos tangibles:** como se puede observar en la figura 1, los principales activos físicos de la compañía ascienden a 23 centros de investigación repartidos por los cinco continentes, 45 fábricas, 16 centros de evaluación, 49 departamentos científicos y técnicos-normativos, y 71 centros de distribución. Los recursos financieros corresponden al capital de la empresa, que se encuentra distribuido entre sus accionistas.
- **Los recursos intangibles** son aquellos activos inmateriales que no resultan tan fáciles de identificar, pero contribuyen mucho más al valor total de la empresa que los recursos tangibles. Se pueden clasificar en recursos humanos, organizativos y tecnológicos. L'Oréal tiene muy claro este concepto y por ello ha desarrollado su propio modelo focalizado sobre todo en una sólida investigación, ya que en el sector de la belleza la ciencia es esencial para la innovación. Dicho modelo se basa en tres pilares fundamentales: la investigación avanzada, encargada de enriquecer continuamente el conocimiento científico sobre la piel y el cabello en el mundo y de descubrir nuevos ingredientes activos; la investigación aplicada, encargada del desarrollo de sistemas de investigación aplicados en diversas familias de productos; y el desarrollo, en la búsqueda de descubrir fórmulas innovadoras adaptadas a su identidad y a las expectativas de los clientes en todo el mundo.

3.4. Estrategia de la compañía.

Al hilo del punto anterior y como se ha mencionado, el principal punto estratégico de la empresa es su gran inversión en innovación cosmética, alcanzando los 857 millones de euros invertidos en I+D y 624 patentes en el año 2013 (3.7% de las ventas), de la mano de más de 4000 investigadores de aproximadamente 60 nacionalidades, especializados en una amplia gama de 30 disciplinas (biología, química, física, óptica, microbiología, estadística, bioinformática, etnología, sociología, dermatología), siendo más de la mitad de ellos doctores o ingenieros. Esta base es esencial para el mantenimiento de su liderazgo en el mundo de la belleza, consiguiendo que las innovaciones importantes en el ámbito de los cosméticos estén al alcance de todos.

El grupo cuenta con las siguientes ventajas competitivas citadas por el vicepresidente ejecutivo de investigación e innovación de L'Oréal, Laurent Attal, *“La investigación siempre ha estado en el corazón del crecimiento de L'Oréal, con tres principales fuerzas motrices de la innovación: ingredientes activos, formulación y evaluación”*.

- **Ingredientes activos en propiedad:** la compañía posee una colección única de elementos, moléculas o ingredientes enriquecidos cada año gracias a la investigación avanzada llevada a cabo. En los últimos años su equipo ha conseguido desarrollar más de 130 moléculas, demostrando que el grupo es excepcional en su capacidad de patentar los principales ingredientes activos mucho antes que sus competidores.
- **La experiencia en la formulación:** Se trata de una fase decisiva para hacer posible el trasvase de la molécula al producto terminado. Años de experiencia y un gran equipo humano avalan a L'Oréal en el desarrollo de nuevas fórmulas y procesos que se hacen patentes cada año.
- **Experiencia en la evaluación:** En el ámbito de la ciencia y la belleza resulta indispensable demostrar científicamente y con rigor la seguridad y eficacia de todos los nuevos productos preparados para salir al mercado y ser comercializados.

Por otro lado, su estrategia está basada en la segmentación de los consumidores, tratando de satisfacer en todo lo posible a la mayor cantidad de clientes existentes en el mercado, diversificando sus productos y ámbitos de actuación lo máximo posible con el objetivo de ofrecer un trato cercano y especializado que se adapta a la perfección con cada estilo de vida de sus consumidores.

3.5. Organización.

Con respecto a la organización de la empresa, para garantizar su desarrollo y continuo crecimiento, la compañía se basa en tres pilares fundamentales:

- **La investigación e innovación mundiales.**

Es especialmente relevante la gran vocación mundial característica del grupo, reforzando su presencia en los seis polos regionales (Europa, Estados Unidos, Japón, China, Brasil y la India) y acercando su innovación tanto a sus mercados más importantes como a las pequeñas regiones que forman su conjunto. En cada uno de estos mercados, los equipos desarrollan alianzas estratégicas con expertos científicos o con empresas de reciente creación para explotar nuevos territorios.

- **Una cadena única de marcas organizada por canales de distribución.**

L’Oreal cuenta con una gran cartera de marcas internacionales única en el mundo, conformada por marcas, que pese a ser complementarias entre sí, se encuentran comercializadas por divisiones especializadas en sus sectores y canales de distribución, diferenciándola así de todos sus competidores. De esta manera, ha conseguido cubrir todas las líneas de cosméticos, desde el cuidado del cabello, hasta la coloración, cuidado de la piel, maquillaje y perfumes, así como las expectativas de todos y cada uno de sus consumidores en función de su estilo de vida, hábitos, características especiales y costumbres, adaptándose a las condiciones locales de distribución de cualquier rincón del mundo.

Mediante esta característica organización, manteniendo como punto diferenciador los principales canales de distribución utilizados, se pueden diferenciar cinco grandes divisiones:

- **L'Oréal Luxe:** Productos de gama alta, con marcas internacionales tan relevantes como *Lancôme*, *Giorgio Armani*, *Yves Saint Laurent*, *Biotherm*, *Kiehl's*, *Ralph Lauren*, *Shu Uemura*, *Cacharel*, *Helena Rubinstein*, *Clarisonic*, *Diesel*, *Viktor & Rolf*, *Yue Sai*, *Maison Martin Margiela*, *Urban Decay*, *Guy Laroche*, *Paloma Picasso*.
- **L'Oréal productos de gran consumo:** Productos distribuidos en los canales de gran distribución como hipermercados, hipermercados, droguerías y tiendas tradicionales, con el objetivo de acercar la innovación cosmética y sus productos al mayor número de personas en los cinco continentes a través de marcas tan conocidas como *L'Oréal Paris*, *Garnier*, *Maybelline New York*, *Essie*.
- **L'Oréal productos profesionales:** Esta división cubre las necesidades de los salones de peluquería, garantizando productos privilegiados, fabricados con los mejores ingredientes y tecnologías y distribuidos a través de un amplio abanico de marcas como *L'Oréal Professionel*, *Kérastase Paris*, *Redken*, *Matrix*, *Essie*, *Pureology*, *Decléor*, *Shu Uemura Art of Hair* ó *Carita Paris*.
- **L'Oréal cosmética activa:** Productos más especializados en la mejora de la salud de la piel y cabello, tanto para pieles sensibles como tratamientos dermatológicos. Estos productos son distribuidos a farmacias, parafarmacias y centros estéticos medicalizados a través de marcas profesionales, desarrolladas y respaldadas por expertos de la salud (dermatólogos, pediatras, farmacéuticos y nutricionistas), como son *Vichy*, *La Roche Posay*, *SkinCeuticals*, *Innéov*, *Roger&Gallet* o *Sanoflore*.
- **The Body Shop:** Con productos 100% naturales, en los que se combina a la perfección la innovación y la experiencia sensorial, manteniendo sus valores de responsabilidad con el medio ambiente, y comercio justo. Estos productos son distribuidos principalmente a través de una red de tiendas y canales exclusivos.

Figura 4. Marcas más representativas de L'Oréal.



Fuente: Web Corporativa de L'Oréal.

- **Una producción industrial integrada:**

Manteniendo la prudencia como uno de los principales valores de la compañía, con el objetivo de reducir riesgos y optimizar la herramienta industrial, L'Oréal ha decidido integrar todas sus plantas de producción (45 fábricas), las cuales producen aproximadamente el 87% de los productos comercializados.

Por lo tanto L'Oréal apuesta por una organización vertical, en la que una sola unidad, (la División de operaciones) dirige la producción mundial y la distribución de los productos. Esta organización está compuesta por siete líneas de negocio, supervisadas escrupulosamente, en la que se integran todas las fases del producto desde su nacimiento hasta su venta: compras, envasado, producción, calidad, logística, medio ambiente, higiene y seguridad.

Buscando una mayor cercanía al consumidor a la vez de una producción y distribución internacional de sus productos, adaptándose a las características específicas de los

mercados locales, la herramienta industrial se expande a través de los cinco continentes con puntos específicos en cada uno de ellos. De esta manera logra la proximidad al cliente y reduce la distancia que separa a los consumidores de las fábricas, garantizándoles el acceso a los productos al mejor precio posible. Por último, la compañía también basa el éxito de su organización en la rigurosa selección de sus proveedores, exigiendo elevados criterios de calidad y seguridad y creando asociaciones a largo plazo y alianzas para la innovación.

3.6. Análisis DAFO.

El análisis DAFO (Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades), también conocido como Matriz o Análisis FODA, es una herramienta que ayuda a visualizar y esquematizar la situación de una empresa o proyecto, analizando tanto sus características internas (Liderazgo, estrategia, personas, alianzas/recursos y procesos), como la situación externa de la matriz estudiada (Mercado, sector y competencia).

Su principal objetivo es servir de apoyo para encontrar los factores estratégicos críticos de una compañía, y en base a ellos decidir los cambios organizacionales.

En concreto, para el grupo L'Oréal se ha considerado el siguiente análisis:

- **Análisis interno de la organización: Fortalezas y debilidades.**

Fortalezas:

- L'Oréal tiene a su espalda un siglo de experiencia en el sector de la cosmética, logrando un gran conocimiento del mercado y una posición dominante con respecto a sus competidores, siendo considerada una empresa puntera en el mundo de belleza y cuidado de la piel y el cabello. Ésto le ha permitido consolidar un gran prestigio asociado a la marca y una alta fidelización de sus clientes.
- Riesgo muy diversificado gracias a la amplia variedad de marcas que constituyen la cartera del grupo y satisfacen las necesidades de todo tipo de clientes. Tiene presencia en todos los segmentos de la población, presentando

además una política comercial basada en la gran diversificación de sus precios en función de los clientes a los que se dirige y los canales de distribución utilizados.

- Como resultado de la gran inversión destinada a la innovación e investigación por parte de la compañía, en 2013 se han registrado 624 patentes. Al margen de las ventajas competitivas que pueden ocasionar, es un claro reflejo del importante valor del capital humano que posee la compañía, compuesto por personal altamente cualificado con grandes deseos de superación.
- Siguiendo el punto anterior, es destacable también su gran preocupación tanto por la calidad-creatividad, siendo una de las empresas punteras en creación de nuevos productos e innovación tanto física como creativa, y la calidad-precio, ofreciendo una amplia gama en función de las necesidades y preferencias de cada consumidor.
- Su rápida expansión ha conseguido situarla como la compañía de cosméticos más grande del mundo, logrando un férreo control sobre todo su canal de distribución, que se encuentra diversificado y especializado por las distintas marcas que componen la compañía.

Debilidades.

- Excesiva centralización que ralentiza la toma de decisiones. Esto unido al gran tamaño de la compañía y su amplia cartera de marcas y productos, origina una mayor dificultad de control y complejidad en la gestión.
- Precios elevados de los productos en comparación con la competencia. A pesar de ofrecer productos con una alta relación calidad-precio, la gama baja de sus marcas mantiene precios más elevados a los de su competencia.

- **Análisis externo de la organización: Oportunidades y Amenazas**

Oportunidades.

- Tendencia creciente al uso de productos por parte del sector masculino. En los últimos años se ha apreciado una mayor preocupación de este segmento de la población por la estética y la cosmética, que ha contribuido a la renovación de

la actual oferta de cosméticos a nivel mundial. Otro segmento en el que se aprecia una tendencia al alza es el de la “población joven”, es decir, entre 15 y 25 años de edad.

- Entorno social influyente hacia una vida saludable y cuidado de la piel y cabello. El avance tecnológico y las nuevas investigaciones han revelado los daños que pueden llegar a ser el sol y otros factores externos sobre la piel, por lo que el entorno social presenta cada vez más influencia en la importancia de mantener un cuidado diario y saludable del cuerpo. Además, se han presentado cambios en los gustos y preferencias de los consumidores, aumentando la tendencia al uso de ingredientes naturales.
- Nuevos canales de venta, entre los que se destaca el mayor uso de las tecnologías, dada la comodidad y rapidez que ofrece este canal. Poco a poco la compra por internet se convierte en algo cotidiano, agilizando el proceso y abaratando costes.
- Tras la crisis bursátil y económica mundial, se prevé que el entorno económico comience su recuperación, lo que provocará un aumento del flujo de dinero y capacidad de gasto de los consumidores. A ello se debe incluir el fuerte crecimiento de las economías emergentes en los últimos años.
- Gran flexibilidad del grupo, que le permite tener una enorme capacidad de adaptación a los cambios en la demanda de mercado.

Amenazas.

- Mercado altamente competitivo, en el que la llegada de nuevas compañías puede llevar a la saturación de marcas que ofrecen los mismos productos, originando una priorización de los aspectos calidad-precio, más que innovación y variedad de productos
- Rapidez de cambio de hábitos en los consumidores, lo que ocasiona la necesidad de una mayor adaptación a los nuevos gustos de los consumidores.
- Agresivas políticas de precios de su competencia sobre todo de pequeñas empresas que ofrecen precios más económicos, ya que pueden llegar al cliente

a través de canales de venta a los que L'Oréal no tiene acceso, como los informales o mercadillos; y en la expansión de las marcas blancas.

3.7. Análisis del sector (fuerzas competitivas de Porter)²⁴.

Analizar y conocer el sector en el que opera la compañía es fundamental de cara a la posterior valoración financiera. Para realizar este análisis, se empleará el Modelo de las cinco fuerzas de Porter²⁵ (1979) como ayuda en la identificación y análisis de las principales fuerzas que intervienen en el sector. Concretamente, este modelo permite conocer el grado de competencia existente en un tipo de industria o sector y tomando como base esta información, realizar un análisis estratégico para hacer frente a las posibles amenazas que se puedan presentar y aprovechar las potenciales oportunidades ofrecidas a la compañía.

El sector en el que se enmarca L'Oréal es el **de la cosmética**, que mueve miles de millones de euros a nivel mundial y ha presentado a lo largo de los últimos años una tendencia creciente. Dentro de él, las principales fuerzas que se pueden identificar son:

- **La rivalidad entre los competidores.** El sector de la cosmética se encuentra en una etapa de madurez en la que la tecnología comercial está ampliando su radio de actuación y es conocida a la perfección por todos los participantes del mercado. Esto ocasiona un aumento de la competencia, puesto que las empresas competidoras no solo basan su estrategia en mantener la cuota de mercado que poseen, sino en aumentarla.
- **Posibilidad de amenaza de entrada de nuevos competidores:** Debido a la alta competencia que presenta la industria, las barreras de entrada son difíciles

²⁴ **PORTER, M (2003):** Ser competitivo: nuevas aportaciones y conclusiones. Editorial Deusto Bilbao.

²⁵ **MICHAEL EUGENE PORTER,** Norteamérica (1947). Economista estadounidense creador de las cinco fuerzas de Porter y afamado profesor de Harvard. Su principal teoría es la de **Gerencia Estratégica**, mediante la que trata de estudiar cómo una empresa o una región pueden desarrollar una ventaja competitiva implementando estrategias competitivas.

de franquear, por lo que el segmento no es muy atractivo para la entrada de nuevos competidores.

- **El poder de negociación de los diferentes proveedores:** Como consecuencia del alto número de proveedores de productos cosméticos y la alta competencia existente entre los mismos, se puede concluir que el poder de negociación que ejercen con respecto a las empresas es muy reducido. Además, en el caso de L’Oreal las funciones de diseño y comercialización están controladas por los propios fabricantes de los productos, puesto que cuenta con una efectiva integración vertical.
- **Poder de negociación de los diferentes compradores:** Dada la gran cantidad de clientes que presenta el sector y su alta dispersión territorial, la organización y defensa de sus intereses es más compleja que en aquellos sectores donde el volumen de clientes está más concentrado. Además, por lo general, los productos comercializados están orientados a clientes minoristas por lo que su volumen de compra es muy pequeño, al pagar al contado el riesgo de cobro es nulo y existe un escaso poder de negociación.
- **Amenaza de ingreso de productos sustitutos:** Las nuevas tecnologías y avances en la cosmética han desarrollado nuevas alternativas de sustituibilidad de los productos cosméticos, como por ejemplo los tratamientos anti-arrugas (botox, láser). Por otro lado, la aparición de marcas blancas, basadas en la imitación, es una estrategia cada vez más extendida en el sector, por lo que se puede concluir que la amenaza de productos sustitutos es elevada y la necesidad de personalizar los productos de la marca cada vez se hace más patente, puesto que la marca en si misma puede constituir una ventaja competitiva frente a los productos sustitutos y sus principales competidores.

3.8. Análisis de la competencia.

Una vez analizado tanto el sector en el que basa su actividad, como los puntos estratégicos que puede aprovechar la compañía, se realizará un breve análisis de sus principales competidores con respecto al número de ventas y volumen de negocio. Antes de comenzar véase el anexo 3, donde se puede ver la composición del mercado cosmético en función de la cuota de mercado obtenida por cada competidor en el año 2015. Como se puede observar, L'Oréal es la empresa puntera del negocio, seguida de Unilever, Procter & Gamble, Estée Lauder y Shiseido, por orden de importancia.

A continuación se presenta un pequeño resumen de la información corporativa de las principales empresas competidoras de L'Oréal en base a la información extraída de las webs corporativas correspondientes²⁶:

- **Unilever:** Compañía multinacional británico-irlandesa fundada en 1930 y que hoy en día cuenta con una cartera de más de 400 marcas. Entre los sectores de mercado en los que se especializa se encuentra el sector de la cosmética y el cuidado personal, con marcas tan conocidas como *TRESemmé*, *Timotei*, *Axe*, *Rexona*, *Dove*, *Pond's*, *Signal*, *Williams*. La compañía opera en más de 190 países y se define como una multinacional multilocal y multicultural con mercados en todo el mundo.
- **Procter & Gamble (P&G):** Empresa multinacional estadounidense creada en 1837 por William Procter y James Gamble. Tiene presencia en 160 países y cuenta con una cartera de más de 300 marcas internacionales, entre las que se pueden destacar: *Wella*, *Pantene*, *Herbal Essences*, *Head & Shoulders (H&S)*, *Pert*, *Vidal Sassoon*, *Miss Clairol*, *Koleston*, *Wellaton*, *Motif*, *Soft Color*, entre otras.

²⁶ **WEB CORPORATIVA DE UNILEVER:** <https://www.unilever.com/>
WEB CORPORATIVA DE PROCTER & GAMBLE: <https://www.pg.com/>
WEB CORPORATIVA DE ESTÉE LAUDER: <http://www.esteelauder.com/>
WEB CORPORATIVA SHISEIDO: <http://www.shiseidogroup.com/>

- **Estée Lauder:** empresa multinacional fundada en 1946 por Estée Lauder, y Joseph Lauder, con presencia en más de 100 países. Entre sus marcas más representativas se encuentran *Clinique, Darphin, Aveda, Estée Lauder, M.A.C, Donna Karan New York, Aerin, Bumble and Bumble*, entre otras.
- **Shiseido:** empresa multinacional fundada en 1872 por el japonés Ginza, con presencia en 85 países y una cartera de 97 marcas internacionales, como por ejemplo, *Avène, Aqua Label, Elixir, Nars, IPSA, Narciso Rodriguez, Issey Miyake, D'icilà, Senka*, entre otras.

4. ANÁLISIS FINANCIERO DE L'ORÉAL.

Para la realización del análisis financiero del grupo se estudiará la evolución de la compañía desde el año 2010 a través del estudio de la estructura del balance de situación, fondo de maniobra, y diferentes ratios financieros que proporcionan información relevante de la situación financiera de la compañía. El estudio se centrará sobretudo en el último ejercicio financiero del grupo (año 2015).

4.1. *Análisis del balance de L'Oréal.*

Véase el **Anexo 4** (Balance de situación de L'Oréal).

La estructura del balance de la compañía a simple vista proporciona algunas de las características elementales, tanto de la empresa como del sector en el que opera. Por ello, en esta sección se realizará el análisis de su evolución en los años 2010-2015.

Comenzando por la estructura de su activo, se observa el alto peso que tiene el activo no corriente en comparación con el circulante, representando más del 70% del total en el último ejercicio económico. Esto se debe al gran volumen de inmovilizado material que presenta la empresa, puesto que posee todas sus fábricas, departamentos científico-técnicos y centros de investigación y evaluación en propiedad. No se trata de activos fácilmente convertibles en efectivo, por lo que en el supuesto de que la empresa se enfrentara a necesidades de liquidez, no sería la estructura idónea. Por otro lado, dentro del activo corriente son especialmente llamativas las partidas de existencias y clientes, por su elevado volumen con respecto al total (cerca del 40%). Al tratarse de una compañía distribuidora y productora de productos cosméticos es necesaria una cantidad moderada de existencias para hacer frente al posible aumento de la demanda. Además, analizando la relación que presentan con respecto a la evolución de las ventas en los cinco años estudiados, se comprueba la sintonía entre ambas cuentas, encontrándose el promedio del último ejercicio económico por debajo de la media histórica (véase **Figura 5**).

La partida de clientes presenta una evolución similar, puesto que aumenta en consonancia al crecimiento de las ventas, presentando un promedio del último ejercicio económico por debajo de la media de los años estudiados. Indagando con más profundidad en el análisis de esta partida, a pesar de su elevada cuantía presenta unas Necesidades de Financiación (NOF) negativas, situación idónea para la empresa, puesto que se encuentra financiada parcialmente por sus proveedores, es decir, cuenta con un margen de financiación “gratuito” durante aproximadamente 142 días (diferencia entre el promedio del Periodo Medio de Pago (PMP) y Periodo Medio de Cobro (PMC)), como se puede comprobar en la **Figura 4**.

Figura 5. Ratios Balance.

	12.31.2010	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015	MEDIA
Ventas /							
Existencias	10,77	9,91	11,04	10,61	9,96	10,35	10,44
Ventas /							
Clientes	7,26	6,79	7,00	7,32	6,83	6,96	7,03
Periodo Medio							
de Pago (PMP)	202,06	202,58	183,84	185,93	193,87	197,06	194,22
Periodo Medio							
de Cobro(PMC)	50,27	53,76	52,14	49,87	53,42	52,42	51,98
PMP-PMC	151,78	148,82	131,70	136,06	140,45	144,64	142,24

Fuente: Elaboración propia a partir de la información corporativa del grupo empresarial.

Con respecto a las partidas de pasivo, es relevante que el 80% de la misma se encuentre formada por pasivo corriente o circulante, es decir, la empresa tiende a financiarse a corto plazo. Se trata de una compañía solvente que puede afrontar sus deudas con el pasivo circulante que posee y prefiere endeudarse a través de préstamos de rápida devolución. Además, la deuda total de la compañía tan solo representa un 30% del balance total, por lo que a simple vista se considera una empresa muy poco apalancada. Dentro del pasivo corriente, es especialmente importante la cuenta de proveedores, dado que representa en torno al 40% del pasivo

total, es decir, como se ha comentado anteriormente, la compañía puede permitirse estar altamente financiada por sus proveedores.

Por último, en relación al Patrimonio Neto, merece especial atención la partida de reservas. En esta cuenta se encuentran los beneficios obtenidos por la empresa que no han sido distribuidos entre sus propietarios y dada su elevada cuantía se puede concluir que L'Oréal es un grupo previsor, en el cual prima la prudencia y seguridad de saneamiento de la empresa a la hora de repartir beneficios entre sus accionistas.

4.2. Análisis del fondo de maniobra de L'Oréal.

El fondo de maniobra (FM), también conocido como Fondo de Rotación (FR) o Capital Circulante (CC) es la inversión en elementos corrientes que posee una compañía y que está financiado por los recursos permanentes de la misma, es decir, con patrimonio neto y pasivo no corriente. Indica la capacidad de una empresa para hacer frente a sus deudas más inmediatas, por lo que a través de esta magnitud se puede conocer si la empresa es solvente o no.

Su cálculo es la diferencia entre los activos más líquidos que posee la empresa y las deudas a ejecutar en el ejercicio económico.

$$\text{Fondo de maniobra (FM)} = \text{Activo corriente} - \text{Pasivo corriente}$$

Su interpretación es la siguiente:

- Si $FM < 0$: parte del activo de la compañía está financiado con financiación a corto plazo. Se trata de una situación de desequilibrio financiero que puede ocasionar la imposibilidad de la compañía de hacer frente a sus deudas, desembocando en última consecuencia en situación de quiebra.
- Si $FM = 0$: se trata de una situación de riesgo, puesto que el activo corriente está totalmente financiado con préstamos a corto plazo y ante algún retraso en el cobro de sus clientes, la empresa encontrará serias dificultades para hacer frente a sus deudas.

- Si $FM > 0$: significa que los activos corrientes están financiados con recursos a largo plazo, por lo que en términos de liquidez es la situación ideal de equilibrio financiero, puesto que la empresa tiene la capacidad suficiente para atender a su financiación a corto plazo.

Por tanto, a pesar de la existencia de algunas excepciones que rompen con la regla general, se considera que una empresa se encuentra saneada desde el punto de vista de la liquidez cuando este ratio es positivo. Cuanto mayor sea, más capacidad tiene la compañía para hacer frente con sus propios recursos a las posibles necesidades futuras de financiación. Este es el caso de L'Oréal, la compañía presenta un Fondo de Maniobra (FM) positivo y creciente a lo largo de los cinco años analizados (véase **Figura 5**), exceptuando el año 2014, que requiere especial atención dadas las inversiones realizadas por la compañía²⁷, por lo que se considera que cuenta con los suficientes recursos para hacer frente a sus deudas más inmediatas.

Figura 6. **Fondo de Maniobra (FM) años 2010-2015.**

	12.31.2010	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015
Fondo de maniobra	414,2	592,7	1840,1	3094,5	-491,7	1080

Fuente: Elaboración propia a partir de la información corporativa del grupo empresarial.

²⁷ En el año 2014 la compañía L'Oréal presenta un **fondo de maniobra** negativo debido al gran aumento experimentado en las contrapartidas de fondo de comercio y activos intangibles. En las notas consolidadas de la memoria del grupo se encuentra la principal razón. En dicho año la compañía realizó una alta compra corporativa de las marcas internacionales Decléor, NYX Cosmetics, Magic Holdings International Limited y Carol's Daughter, siendo financiada la mayor parte de la inversión a través de deudas a corto plazo y efectivo.

4.3. Análisis de los ratios más representativos de L'Oréal.

En esta sección se analizarán con mayor profundidad los principales ratios financieros, con el objetivo de obtener la información suficiente para poder sacar conclusiones de la situación que presenta la compañía tanto en términos de liquidez, como rentabilidad, solvencia y apalancamiento.

4.3.1. Ratios de liquidez.

Los ratios de liquidez miden la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus deudas y obligaciones a corto plazo. Como se puede apreciar en la **Figura 6**, L'Oréal en lo últimos periodos presenta una liquidez media cercana a la media del sector, por lo que se puede considerar que la empresa no tiene problemas a la hora de afrontar sus deudas más inmediatas.

Figura 7. Ratios de liquidez de L'Oréal (años 2010-2015).

	Industry Median	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015
Quick Ratio	0.90	0,83	0,70	1,16	0,97	0,80
Current Ratio	1.48	1,13	0,95	1,49	1,29	1,08
Times Interest Earned	14.4	177,0	116,6	161,6	106,3	68,7
Cash Cycle (Days)	28.7	(14,3)	(10,4)	(11,0)	(11,0)	(20,7)

Fuente: Thomson Reuters.

4.3.2. Ratios de rentabilidad.

Se considera importante destacar la mejora de los ratios de rentabilidad con respecto a los ejercicios anteriores analizados, debido a los esfuerzos realizados por el grupo en la mejora de los márgenes operativos, superando en prácticamente todos ellos a la media de la industria. Este hecho indica el eficiente uso que realiza el grupo de sus activos en relación a la gestión de sus operaciones.

Dentro de los ratios más relevantes a la hora de representar la rentabilidad obtenida de la empresa se encuentra el ROA (*Return on Assets*), que mide la rentabilidad

repercutida por los activos de una empresa, es decir, cuánto aporta cada unidad de activo a la rentabilidad de la empresa. Se trata de un índice que se ha mantenido relativamente estable a lo largo del periodo analizado (años 2010-2015), presentando unos niveles superiores a la media del sector, por lo que se puede concluir que L'Oréal no tiene ningún problema a la hora de rentabilizar sus activos. Por otro lado, el ratio ROE (*Return on Equity*) indica la rentabilidad obtenida por el capital invertido por los accionistas de la compañía en relación al beneficio neto, es decir, que porcentaje de rentabilidad se obtiene por cada euro aportado por sus accionistas. Este ratio también ha presentado una tendencia creciente en los últimos ejercicios económicos a pesar de situarse por debajo de la media del sector cosmético en la actualidad.

Figura 8. Ratios de rentabilidad de L'Oréal (años 2010-2015).

	Industry Median	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015
Gross Margin	57.9%	71%	71%	71%	71%	71%
EBITDA Margin	16.3%	20%	20%	21%	20%	20%
Operating Margin	14.3%	17%	16%	16%	16%	16%
Pretax Margin	13.6%	18%	17%	18%	17%	17%
Effective Tax Rate	30.7%	27%	29%	27%	26%	30%
Net Margin	9.2%	13%	12%	13%	13%	12%
Asset Turnover	1.01	0,77	0,72	0,73	0,80	0,80
x Pretax Margin	13.6%	18%	17%	18%	17%	17%
Pretax ROA	12.4%	14%	12%	13%	14%	14%
x Leverage (Assets/Equity)	2.51	1,4	1,6	1,4	1,4	1,5
Pretax ROE	23.1%	21%	18%	18%	20%	21%
x Tax Complement	0.68	0,73	1,26	0,75	0,74	0,70
ROE	22.9%	15%	13%	13%	15%	15%
x Earnings Retention	0.57	0,47	0,45	0,47	0,51	0,50
Reinvestment Rate	10.3%	7%	6%	6%	8%	8%

Fuente: Thomson Reuters.

4.3.3. Ratios de apalancamiento.

Como se puede observar en la figura 8, la empresa tiene un volumen de deuda en relación al pasivo de su balance muy pequeña, es decir, se trata de una compañía muy poco endeudada. Además, las deudas a largo plazo representan un porcentaje muy pequeño del total, por lo que el grupo prefiere financiar sus inversiones con recursos propios, no dependiendo prácticamente de financiación ajena para la realización de sus inversiones. Esta tendencia ha ido desapareciendo a lo largo de los últimos periodos, puesto que han aumentado la mayoría de sus ratios de apalancamiento financiero, pero en el último ejercicio económico aún sigue presentando unos niveles muy inferiores a la media del sector cosmético.

Figura 9. Ratios de apalancamiento de L'Oréal (años 2010-2015).

	Industry Median	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015
Assets/Equity	2.51	1,43	1,59	1,36	1,41	1,52
Debt/Equity	0.64	0,03	0,13	0,01	0,01	0,07
% LT Debt to Total Capital	18.8%	0,20%	0,30%	0,40%	0,20%	0,30%
(Total Debt - Cash) / EBITDA	1.19	0,01		-	-	-

Fuente: Thomson Reuters.

4.3.4. Ratios operativos.

Como ha sido avanzado en la sección 4.1. Análisis del balance de L'Oréal, el Periodo Medio de Cobro (PMC) de la compañía es muy inferior a su Periodo Medio de Pago (PMP), lo que indica que L'Oréal se encuentra parcialmente financiada por sus proveedores, de manera que el pasivo corriente de la compañía financia no solo el activo corriente o circulante, sino también un porcentaje del activo no corriente. Esto es característico del tipo de negocio en el que opera, donde se paga al contado o con un margen inferior a 60 días y se retrasa el pago a los proveedores durante un margen temporal más amplio.

Figura 10. Ratios operativos de L'Oréal (años 2010-2015).

	Industry Median	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015
A/R Turnover	7.8	6,90	6,50	6,20	6,30	6,20
Avg. A/R Days	46.7	53,00	55,90	59,30	57,90	58,70
Inv Turnover	3.4	3,1	3,0	3,1	3,2	3,0
Avg. Inventory Days	107.0	118,3	122,4	118,2	113,5	120,8
Avg. A/P Days	111.5	185,60	188,70	188,40	182,40	200,20
Fixed Asset Turnover	6.34	7,72	7,47	7,56	7,69	7,32
WC / Sales Growth	(0.8%)	(0,05)	(0,05)	5,7%	2,9%	0,0%
Bad Debt Allowance (% of A/R)	2.8%	-	-	1,20%	1,20%	1,30%
ROIC	-	13,6%	11,7%	12,1%	13,4%	13,1%
Revenue per Employee (€)	-	-	293.406,40	299.755,40	317.442,40	300.256,10

Fuente: Thomson Reuters.

4.4. Valoración de la compañía por el Método de Flujos de Caja.

4.4.1. Hipótesis y proyecciones futuras.

Antes de comenzar con la valoración de la compañía, se realizarán las hipótesis y previsiones necesarias para proyectar los flujos de caja obtenidos para los próximos cinco años (véase Anexo 4).

Hipótesis para la cuenta de Pérdidas y Ganancias (P&G):

- **Ventas:** Para proyectar el crecimiento de las ventas de la compañía, se ha tomado como referencia su evolución histórica desde el año 2010 (excluyendo el gran retroceso experimentado en 2013 debido sobre todo a la caída de su negocio en Latinoamérica y a la crisis financiera), dado que desde un punto de vista global, L'Oréal ha mantenido una tendencia creciente moderada.
- **Coste de las ventas:** Como se puede observar en el anexo 4, la evolución histórica del coste de las ventas sigue una tendencia similar a la evolución de las mismas. Se ha tomado como supuesto mantener la tasa de crecimiento promedio histórica en la realización de sus proyecciones.

- **I+D:** El principal punto estratégico de la empresa es su gran inversión en innovación cosmética, y tras la realización de un estudio más exhaustivo de la tendencia que ha presentado esta partida a lo largo de los últimos ejercicios (entre 800 y 600 mil €), se estima que L'Oréal mantendrá un crecimiento continuo del 4% en los próximos periodos.
- **Marketing y publicidad:** Se considera que esta partida varía en función de las ventas de la compañía, por lo que tomaremos como supuesto el porcentaje medio que ha representado en función de las ventas en los últimos cinco años.
- **Gastos administrativos y otros gastos e ingresos:** Estas partidas no guardan relación con ningún patrón histórico ni con otros elementos del balance o P&G, por lo que se ha tomado como supuesto para las proyecciones la tasa de crecimiento promedio de los años 2010-2015.
- **Amortización:** Se va a considerar esta partida como porcentaje sobre el inmovilizado inmaterial o activo tangible de la compañía. Su cálculo se basa en el promedio representado en los últimos cinco ejercicios económicos.

Hipótesis para el balance financiero:

- **Inmovilizado tangible:** Analizando la evolución histórica de la compañía se ha detectado un fuerte crecimiento del activo fijo en los últimos años, ocasionado sobre todo por el gran aumento experimentado por sus activos intangibles, como el fondo de comercio, patentes... Sin embargo, los activos tangibles han mantenido un crecimiento moderado en torno al 5% de crecimiento, por lo que se establece dicha tasa para nuestras previsiones futuras.
- **Clientes:** Dado el tipo de negocio en el que opera la compañía, los clientes de productos cosméticos, dependiendo de su carácter mayorista o minorista tienen que pagar, bien al contado, o con un máximo de 60 días tras efectuarse la compra. Esta característica explica la rotación experimentada por dicha cuenta, la cual depende fuertemente de la partida ventas, puesto que en términos generales cuánto más volumen de ventas tenga la empresa, existen más posibilidades de que parte de las mismas se encuentren pendientes de

pago. Por esta razón se ha considerado proyectar a los clientes en la proporción media que representen de la partida ventas.

- **Existencias:** Esta partida también depende fuertemente del volumen de las ventas, ya que la empresa siempre debe poseer una cantidad suficiente de stock para estar preparada ante posibles incrementos de la demanda, pero un exceso del mismo reporta ineficiencia a la compañía. Por ello se ha considerado mantener la proporción media que representa en las ventas de la compañía.
- **Efectivo:** Se considera que esta partida no guarda relación fuerte con ninguna otra ni sigue un patrón histórico concreto, por lo que se ha tomado como hipótesis para las proyecciones futuras de los flujos de caja, utilizar la tasa de crecimiento promedio de los años 2010-2015.
- **Proveedores:** Al igual que la cuenta de clientes, se considera que esta partida guarda una fuerte relación con el volumen de las ventas del grupo, por lo que se ha tomado como referencia la proporción promedio que representa sobre las ventas de los periodos analizados.

Con respecto a la tasa impositiva a aplicar, se han tenido en cuenta los datos enunciados por el gobierno francés.

2.1.1. Valoración de L'Oréal.

(Véase **Anexo 5**).

Partiendo de las hipótesis comentadas en el apartado anterior, lo primero que se ha realizado es una estimación de las proyecciones financieras hasta el año 2020. Una vez obtenido el EBIT estimado, mediante el esquema elaborado en la **Figura 2**. (Esquema del cálculo del Flujo de Caja Libre (FCL)), han sido calculados los Flujos de Caja Libre para cada periodo. Es decir, al EBIT estimado se le aplica la tasa impositiva (0.25%). A continuación se le suman la amortización y la variación en inversión en CAPEX y Necesidades de Financiación (NOF).

Una vez calculados los Flujos de Caja futuros, se debe sumar el Valor Residual (VR) y descontar todo ello a valor actual para poder estimar hoy cuánto valdrá en el futuro la compañía analizada.

Para el cálculo del Valor Residual (VR), se debe multiplicar al último flujo de caja de la compañía estimado (año 2020), la tasa de crecimiento (g) y dividir el resultado entre la diferencia entre el WACC y la tasa de crecimiento (g), es decir:

$$VR = \text{Flujo de Caja 2020} \frac{(1 + g)}{(WACC - g)}$$

La tasa de crecimiento (g) ha sido estimada a partir de un estudio previo de la relación existente del volumen de ventas de L'Oréal por zonas geográficas y las proyecciones estimadas por el FMI del crecimiento de la economía para el año 2016, tal y como se puede observar en la siguiente tabla:

Figura 11. Relación entre el volumen de ventas y el crecimiento de la economía en 2016 (Estimación de la g).

	Ventas L'Oreal 1T 2016	Proyección 2016 FMI	Proyección 2016 FMI ponderada por ventas
Economías avanzadas	61,00%	2,40%	1,46%
América Latina	6,00%	2,30%	0,14%
Europa del Este	6,00%	3,10%	0,19%
Asia Pacífico	24,00%	4,31%	1,03%
África y oriente medio	3,00%	3,90%	0,12%
Proyección de beneficios			3%

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI) y web corporativa de L'Oréal.

Una vez estimada la tasa de crecimiento, el siguiente paso es calcular la tasa de descuento a la que vamos a actualizar todos los flujos (incluido el valor residual), para ello hemos tomado como base la siguiente información:

Figura 12. Información necesaria para el cálculo del WACC.

Gasto financiero	69,40
Deuda	1.979,20
Nº de acciones	562.987.904,45
Precio de las acciones	167,50
β de L'Oréal	0,70
Rf (rendimiento bono alemán 25 años)	0,408%
Prima de riesgo(Rm - Rf)	8,00%

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI) y web corporativa de L'Oréal.

Con esta información se pueden calcular:

- **Coste de la deuda (Kd):** Coste financiero/deuda financiera= 4%
- **Coste de los recursos propios (Ke):** Rf + β* prima de riesgo = 6%
- **Ponderación de los recursos propios (We):** Cotización/Cotización + Deudas financieras = 97.94%.
- **Ponderación de la deuda (Wd):** Deudas financieras/Cotización + deudas financieras = 2,056%

$$WACC = 20.56\% * 6\% + 4\% * 97.94\% * (1 - 25\%) = 6\%$$

El último cálculo que se debe realizar para obtener el valor objetivo de la compañía según las hipótesis y previsiones estimadas, es descontar todos los flujos de caja a valor actual (utilizando la tasa de descuento (WACC) calculada anteriormente), es decir:

	12.31.2016	12.31.2017	12.31.2018	12.31.2019	12.31.2020
Flujo de Caja Libre	2.060,98	2.085,47	2.346,01	2.627,08	103.485,00
Flujos de caja descontados	1.945,45	1.858,22	1.973,19	2.085,72	77.554,52

NPV	85.417
-----	--------

Siendo el valor objetivo de sus acciones el resultado obtenido, descontado el valor de la deuda y dividido entre el número de acciones totales de la compañía.

Maximun price	83.437.901.331
---------------	----------------

Price per share	148,21
-----------------	---------------

A continuación se ha elaborado un análisis de sensibilidad en función de las posibles tasas de WACC obtenidas y tasas de crecimiento g:

Figura 13. Análisis de sensibilidad .

		Terminal Growth Rate (g)			
		1%	2%	3%	4%
WACC	5%	117,80	153,48	218,53	438,89
	6%	94,11	115,35	148,21	223,57
	7%	76,27	89,50	107,87	142,44
	8%	64,43	73,54	85,37	105,41
	9%	55,57	62,15	70,31	83,21

Fuente: Elaboración propia.

4.5. Análisis comparativo por múltiplos.

Para el posterior análisis comparativo entre la compañía L'Oréal y sus principales competidores, se han elegido los siguientes múltiplos, bien por su facilidad de comprensión como por relevancia.

Figura 14. Comparación por múltiplos comparables.

MÚLTIPLOS					
	L'Oréal	Unilever	P&G	Esteé Lauder	Shiseido
PER	28,78	24,72	21,68	27,61	20,87
EV/EBITDA	16,62	15,50	16,40	16,10	11,94
BPA	6,45	1,96	3,17	1,29	1,26

Fuente: Thomson Reuters.

El primer múltiplo que se te ha utilizado para la comparación de las cinco compañías es el *Price to Earning Ratio* (PER). Muchas veces se utiliza este múltiplo como método de comprobación de los resultados obtenidos mediante el descuento de flujos de caja. Como se puede observar en la Figura 13, el grupo L'Oréal presenta un índice superior al de todos sus competidores, lo que nos indica que sus expectativas de crecimiento futuras son superiores a las de sus competidores y por tanto es muy probable que la compañía se encuentre sobrevalorada.

El múltiplo EV/EBITDA indica el número de veces que el valor de la empresa se encuentra representado sobre su EBITDA y al igual que en el caso anterior, el índice de L'Oréal es ligeramente superior al de sus competidores, seguido por P&G y Unilever. Esto significa que el valor de la empresa es aproximadamente un 16% superior a su EBITDA, hecho que también refleja la posible sobrevaloración de sus acciones.

En último lugar el Beneficio Neto por Acción también indica una clara superioridad frente a sus competidores, pero al no tratarse del mismo número de acciones no resulta una información muy relevante para el objetivo final del trabajo.

5. CONCLUSIONES.

Haciendo un viaje por los diferentes métodos y técnicas de valoración, se ha realizado una estimación certera y acorde a la realidad económica de la empresa analizada. Para realizar con precisión este análisis ha sido necesario un estudio previo de la compañía en su conjunto, de sus ventajas competitivas, debilidades y del sector en el que opera.

Desde el punto de vista estratégico y de negocio, se han identificado las principales fuentes de ingresos de L'Oréal y estrategias que podría llevar a cabo en un futuro cercano para conseguir su principal objetivo "Belleza para todo el mundo", ampliando su ámbito de actuación y el volumen de sus ventas, sobre todo en aquellos países con un fuerte desarrollo. Su integración vertical, la fuerte inversión en innovación e investigación y la gran segmentación que realiza, son sus principales puntos fuertes, los cuales le permiten obtener una ventaja competitiva frente a sus competidores, proclamándose empresa líder tanto a nivel de ingresos como volumen de ventas en el sector cosmético.

Desde el punto de vista analítico y financiero, el análisis del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias (P&G) revelan el fuerte peso que tiene el activo fijo en la empresa, ponderado principalmente con activos intangibles como el fondo de comercio o las patentes. Por otro lado, se trata de una empresa con gran liquidez que prima la inversión a corto plazo, a la que puede hacer frente sin problemas, bien mediante su efectivo o activos fácilmente convertibles en dinero líquido. Por lo tanto, se trata de una compañía muy poco endeudada y con un apalancamiento escaso, cuyas inversiones son realizadas en su mayoría a partir de fondos propios. Además, cuenta con unas Necesidades Operativas de Financiación (NOF) negativas, es decir, se encuentra parcialmente financiada por sus proveedores, dado que su periodo medio de pago es mayor que su periodo medio de cobro.

En el análisis de sus ratios, la empresa se muestra acorde a la media del sector, situándose levemente por encima de sus principales competidores, y obteniendo unos ratios de rentabilidad y liquidez muy recomendables. Como consejo, podría aumentar,

hasta un nivel razonable, su ratio de apalancamiento financiero, con el fin de no ver tan presionados los fondos de sus accionistas y ofrecerles una mayor rentabilidad.

Una vez obtenida y analizada esta información se ha realizado la valoración financiera de la compañía a través del **Método de Descuento de los Flujos de Caja**, mediante una previsión a futuro fundada en hipótesis y perspectivas basadas en aspectos contables o corporativos. De esta manera, se ha obtenido un precio menor al que actualmente cotiza la compañía en el mercado (148,21€ frente a 167.50€), por lo que se ha llegado a la conclusión de que la acción se encuentra **ligeramente sobrevalorada**. Debido a la sobrevaloración de la acción estudiada no es recomendable la inversión en el corto plazo debido al potencial bajista que se espera que registre el precio hasta ajustarse con el valor calculado. A pesar de ello, como consecuencia principalmente de la fuerte inversión realizada en I+D de la compañía, y sus fuertes ventajas competitivas, es recomendable su inversión a medio/largo plazo estimándose un crecimiento moderado del valor de su acción.

Esta idea ha sido contrastada y es compartida por diversos analistas y bancos de inversión, pudiendo ser debido a diferentes motivos, como por ejemplo las altas expectativas futuras de sus inversores.

6. BIBLIOGRAFÍA.

BLANCO PASCUAL, L. et al. (2007). *Valoración de empresas por Descuento de Flujos de Caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos.*

BREALEY, R y MYERS, S. (1988). *Fundamentos de Financiación Empresarial.* McGraw- Hill/Interamericana de España, S.A.

BOEHRER, J. Y M. LINSKY (1990). “*Teaching with Cases: Learning to Question*”, en Svinicki, M.D. (ed.), *The Changing Face of College Teaching. New Directions for Teaching and Learning*, no. 42. San Francisco: Jossey-Bass.

CALLEJA, J.L. (2003). *El Fondo de Maniobra y las necesidades operativas de fondos.* Departamento de publicaciones IE Business School.

DAMODARAN, A. (1994). “*Damodaran on Valuation*”, 2ª edición, John Wiley & Sons, Nueva York, 2006.

DAMODARAN, A. (2005) “*Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence*”, *Foundations and Trends in Finance* .

FERNÁNDEZ, P. (1999). *Introducción a la Valoración de Empresas por el Método de los múltiplos de compañías comparables.* Universidad de Navarra.

FERNÁNDEZ, P. (2000) “*Valoración de Empresas*”, 1a Edición, Ediciones Gestión, Barcelona.

FERNÁNDEZ, P. (2008). *Métodos de Valoración de empresas.* Universidad de Navarra.

MARKOWITZ, H.(1959). *Efficient Diversification of Investments*, Cowles Foundation, Monograph 16.

MASCAREÑAS, J (2011). *Fusiones y adquisiciones y valoración de empresas*. McGraw-Hill, capítulo 9 (pp.305-307).

MANKIW, N. G. & SHAPIRO, M. D. (1987). *Risk and Return: Consumption Beta Versus Market Beta*. *The Review of Economics and Statistics*, 68(3), pp. 452-459.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. (1963) "*Corporate Income taxes and the cost of capital: a correction*". *American Economic Review*, junio, p.433-443.

PÉREZ DE MENDOZA, F. y DE MURGA, C. (2008). *Dirección Financiera*. Ed. Aranzadi, S.A.

PORTER, M (2003): *Ser competitivo: nuevas aportaciones y conclusiones*. Editorial Deusto Bilbao.

RAMÍREZ, A. (2013). *Cómo valorar una empresa cotizada*. Inversor Ediciones, S.L.

SCHERK. A (2011). *Manual de Análisis Fundamental*. Quinta Edición revisada y Actualizada. Inversor Ediciones, S.L. Madrid.

VINOLA Y ADSORÁ (1997). *Principios de Valoración de Empresas*. Ed. Deusto.

REFERENCIAS WEB.

WEB CORPORATIVA DE L'ORÉAL:

- <http://www.loreal.es/el-grupo/qui%C3%A9nes-somos>
- [http://www.loreal-finance.com/docs/0000000088/LOreal 2015 Annual Report.pdf](http://www.loreal-finance.com/docs/0000000088/LOreal%202015%20Annual%20Report.pdf)
- [http://www.loreal-finance.com/docs/pdf/annual-report/2014/LOREAL Annual Report 2014 ENG.pdf](http://www.loreal-finance.com/docs/pdf/annual-report/2014/LOREAL%20Annual%20Report%202014%20ENG.pdf)
- [http://www.loreal-finance.com/docs/0000000006/LOREAL Rapport-Activite-2013 GB.pdf](http://www.loreal-finance.com/docs/0000000006/LOREAL%20Rapport-Activite-2013%20GB.pdf)
- [http://www.loreal-finance.com/docs/pdf/rapport-annuel/2012/LOREAL Rapport-Activite-2012 GB.pdf](http://www.loreal-finance.com/docs/pdf/rapport-annuel/2012/LOREAL%20Rapport-Activite-2012%20GB.pdf)
- [http://www.loreal-finance.com/docs/us/2011-annual-report/LOREAL Rapport-Activite-2011.pdf](http://www.loreal-finance.com/docs/us/2011-annual-report/LOREAL%20Rapport-Activite-2011.pdf)
- <http://www.loreal-finance.com/docs/us/2010-annual-report/LOREAL-2010-AR-volume1DEF.pdf>

INFORMACIÓN BURSÁTIL:

- www.bloomberg.com
- www.thomsononeim.com
- <https://www.google.com/finance>
- <http://www.imf.org/external/Spanish/pubs/ft/survey/so/2015/NEW012015AS.htm>
- <http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

WEBS CORPORATIVAS EMPRESAS COMPETIDORAS:

- <http://www.elcompanies.com/Pages/2015-Annual-Report.aspx>
- <http://us.pg.com/who-we-are/structure-governance>
- <https://www.unilever.com/about/who-we-are/>
- http://www.shiseidogroup.com/news/detail.html?n=0000000001945&rt_bt=top-main_012
- <http://www.imf.org/external/Spanish/pubs/ft/survey/so/2015/NEW012015AS.htm>

7. ANEXOS.

ANEXO 1: Cuadro-resumen de las etapas básicas de una valoración por descuento de flujos.

1. Análisis histórico y estratégico de la empresa y del sector	
A. Análisis financiero	B. Análisis estratégico y competitivo
Evolución de las cuentas de resultados y balances	Evolución del sector
Evolución de los flujos generados por la empresa	Análisis de las personas: directivos y empleados
Evolución de las inversiones de la empresa	Evolución de la posición competitiva de la empresa
Evolución de la financiación de la empresa	Identificación de la cadena de valor
Análisis de la salud financiera	Posición competitiva de los principales competidores
Ponderación del riesgo del negocio	Identificación de los inductores de valor (<i>value drivers</i>)

2. Proyecciones de los flujos futuros	
A. Previsiones financieras	B. Previsiones estratégicas y competitivas
Cuentas de resultados y balances	Previsión de la evolución del sector
Flujos generados por la empresa	Previsión de la posición competitiva de la empresa
Inversiones	Posición y evolución estratégica de los competidores
Financiación	C. Consistencia de las previsiones de flujos
Valor residual o terminal	Consistencia financiera entre las previsiones
Previsión de varios escenarios	Comparación de las previsiones con las cifras históricas
	Consistencia de los flujos con el análisis estratégico

3. Determinación del coste (rentabilidad exigida) de los recursos
Para cada unidad de negocio y para la empresa en su conjunto: Coste de la deuda, rentabilidad exigida a las acciones y coste ponderado de los recursos.

4. Actualización de los flujos futuros
Actualizar flujos previstos a su tasa correspondiente. Valor actual del valor residual. Valor de las acciones.

5. Interpretación de resultados
<i>Benchmarking</i> del valor obtenido: comparación con empresas similares. Identificación de la creación de valor prevista. Sostenibilidad de la creación de valor (horizonte temporal). Análisis de sensibilidad del valor a cambios en parámetros fundamentales. Justificación estratégica y competitiva de la creación de valor prevista.

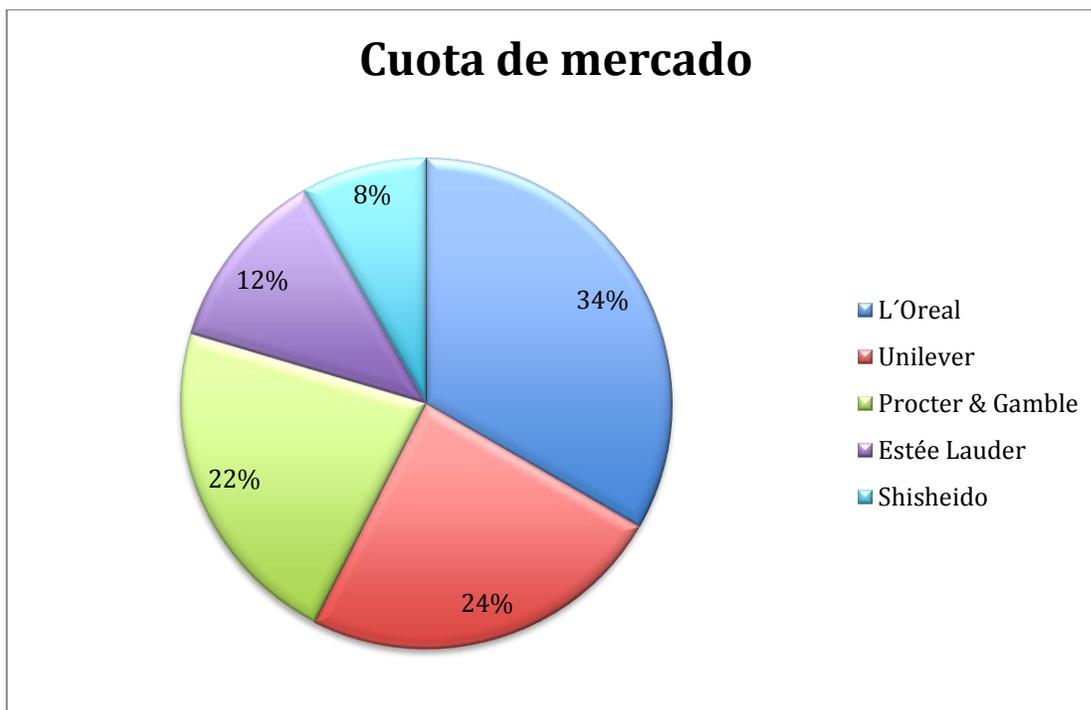
Fuente: Pablo Fernández, métodos de valoración de empresas, página 21

ANEXO 2: Cuadro-resumen de los aspectos críticos de una valoración por descuento de flujos.

ASPECTOS CRITICOS DE UNA VALORACION
Dinámica. La valoración es un proceso. El proceso para la estimación de los flujos esperados y la calibración del riesgo de las distintas actividades y de las distintas unidades de negocio es fundamental.
Implicación de la empresa. Los directivos de la empresa han de estar implicados en el análisis de la empresa, del sector y en las proyecciones de flujos.
Multifuncional. La valoración no es una competencia exclusiva de la dirección financiera. Para una buena valoración es esencial que directivos de distintos departamentos intervengan en las estimaciones de los flujos futuros y en el riesgo de los mismos.
Estratégica. La técnica de actualización de flujos es similar en todas las valoraciones, pero la estimación de los flujos y la calibración del riesgo han de tener en cuenta la estrategia de cada unidad de negocio.
Remuneración. En la medida en que la valoración incorpora objetivos (ventas, crecimiento, cuota de mercado, rentabilidad, inversiones...) de los que dependerá la remuneración futura de los directivos, el proceso y la propia valoración ganan en calidad.
Opciones reales. Si la empresa dispone de opciones reales, éstas se han de valorar convenientemente. Las opciones reales requieren un tratamiento del riesgo totalmente distinto a las actualizaciones de flujos.
Análisis histórico. Aunque el valor depende de las expectativas futuras, un concienzudo análisis histórico de la evolución financiera, estratégica y competitiva de las distintas unidades de negocio es fundamental para evaluar la consistencia de las previsiones.
Técnicamente correcta. La corrección técnica se refiere fundamentalmente a: a) cálculo de los flujos; b) tratamiento adecuado del riesgo que se traduce en las tasas de descuento; c) coherencia de los flujos utilizados con las tasas aplicadas; d) cálculo del valor residual, y e) tratamiento de la inflación.

Fuente: Pablo Fernández, métodos de valoración de empresas, página 22.

ANEXO 3: Distribución del sector cosmético en cuota de mercado en el año 2015.



Fuente: Elaboración propia a partir de la web corporativa de cada grupo empresarial.

ANEXO 4: Balance de situación de L'Oréal años 2010-2015.

BALANCE DE SITUACION (miles de €)						
	12.31.2010	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015
ACTIVO	24.044,50	26.857,60	29.525,10	30.874,80	32.058,80	33.711,50
ACTIVO NO CORRIENTE	17.048,20	19.135,00	21.315,50	21.485,10	23.284,20	24.457,70
Fondo de comercio	5.729,60	6.204,60	6.478,20	6.206,00	7.525,50	8.151,50
Otros activos intangibles	2.177,50	2.477,30	2.625,40	2.105,40	2.714,60	2.942,90
Inmovilizado tangible	2.677,50	2.880,80	2.962,80	2.891,20	3.141,10	3.403,50
Activos financieros no corrientes	5.837,50	6.900,90	8.531,30	9.204,00	9.069,00	9.410,90
Inversión en empresas del grupo	-	-	-	435,20	-	1,00
Activo por impuesto diferido	626,10	671,40	717,80	643,30	834,00	547,90
ACTIVO CORRIENTE	6.996,30	7.722,60	8.209,60	9.389,70	8.774,60	9.253,80

Existencias	1.810,10	2.052,10	2.033,80	2.085,20	2.262,90	2.440,70
Clientes	2.685,30	2.996,20	3.208,80	3.022,80	3.297,80	3.627,70
Otros activos corrientes	846,00	904,10	1.006,60	1.500,30	1.199,30	1.486,90
Impuesto por activo corriente	104,50	118,00	137,20	122,10	97,60	298,60
Efectivo	1.550,40	1.652,20	1.823,20	2.659,30	1.917,00	1.399,90
Activo mantenido para la venta	-	-	-	-	-	-
TOTAL ACTIVO	24.044,50	26.857,60	29.525,10	30.874,80	32.058,80	33.711,50
PATRIMONIO NETO	14.865,80	17.637,50	20.936,40	22.651,00	20.196,90	23.617,00
Capital suscrito	120,20	120,60	121,80	121,20	112,30	112,60
Prima de emisión	1.148,30	1.271,40	1.679,00	2.101,20	2.316,80	2.654,40
Reservas	11.107,10	12.368,80	13.690,60	14.229,00	9.773,30	12.873,40
Otros ingresos	1.188,10	2.054,70	3.586,40	4.370,10	3.745,90	4.517,50
Resultados retenidos	-89,60	24,90	-109,40	-566,40	17,80	391,90
Acciones propias	-850,90	-644,40	-904,50	-568,10	-683,00	-233,30
Pérdidas y ganancias	2.239,70	2.438,40	2.867,70	2.958,20	4.910,20	3.297,40
Interés no controlados	2,90	3,10	4,80	5,80	3,60	3,10
PASIVO	9.178,70	9.220,10	8.588,70	8.223,80	11.861,90	10.094,50
PASIVO NO CORRIENTE	2.596,60	2.090,20	2.219,20	1.928,60	2.595,60	1.920,70
Provisiones para obligaciones retenidas	1.129,00	1.128,90	1.226,20	939,60	1.479,70	807,20
Otras provisiones	181,30	226,10	181,70	174,50	193,60	195,90
Pasivo por impuesto diferido	462,00	677,70	764,40	730,60	855,20	876,80
Deudas con entidades de crédito l/p	824,30	57,50	46,90	83,90	67,10	40,80
PASIVO CORRIENTE	6.582,10	7.129,90	6.369,50	6.295,20	9.266,30	8.173,80
Proveedores	3.153,50	3.247,70	3.318,00	3.249,70	3.452,80	3.929,00
Provisiones	536,90	500,70	552,30	528,80	722,00	754,60
Otros pasivos financieros	1.958,10	2.066,70	2.141,10	2.083,10	2.403,20	2.597,30
Impuestos	166,60	224,00	157,00	178,30	167,10	151,90
Deudas con entidades de crédito c/p	767,00	1.090,80	201,10	255,30	2.521,20	741,00
TOTAL PASIVO + PN	24.044,50	26.857,60	29.525,10	30.874,80	32.058,80	33.711,50

Fuente: Informes Financieros Oficiales del grupo L'Oréal.

ANEXO 5: Cuenta de pérdidas y ganancias de L'Oréal.

(millones de €)	12.31.2010	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015
Ventas	19.495,80	20.343,10	22.462,70	22.124,20	22.532,00	25.257,40
Coste de las ventas	-5.696,50	-5.851,50	-6.587,70	-6.379,40	-6.500,70	-7.277,40
Beneficio Bruto	13.799,30	14.491,60	15.875,00	15.744,80	16.031,30	17.980,00
I+D	-664,70	-720,50	-790,50	-748,30	-760,60	-794,10
Marketing y publicidad	-6.029,10	-6.291,60	-6.776,30	-6.621,70	-6.558,90	-7.359,60
Gastos administrativos	-4.782,80	-4.801,20	-5.302,50	-5.382,20	-5.677,30	-6.372,40
Beneficio Operativo	2.322,70	2.678,30	3.005,70	2.992,60	3.034,50	3.453,90
Otros gastos e ingresos	-153,20	-96,30	-123,80	-128,60	-307,20	-193,40
EBITDA	2.169,50	2.582,00	2.881,90	2.864,00	2.727,30	3.260,50
Amortización	734,20	614,30	691,60	767,80	856,20	933,80
EBIT	2.903,70	3.196,30	3.573,50	3.631,80	3.583,50	4.194,30
Costes financieros	-43,80	-48,10	-34,50	-23,10	-31,10	-23,70
Ingresos financieros	17,20	28,50	31,30	36,40	42,30	55,60
Costes financieros netos	-26,60	-19,60	-3,20	13,30	11,20	31,90
Otros gastos financieros	-9,00	-5,60	-7,80	-44,70	-35,10	-45,70
Dividendos	283,80	295,60	313,40	327,50	331,00	336,90
Beneficios antes de tasas e impuestos	3.151,90	3.466,70	3.875,90	3.927,90	3.890,60	4.517,40
Impuestos	-909,90	-1.025,80	-1.005,50	-1.043,60	-1.111,00	-1.222,90
Participaciones en empresas asociadas				-3,00	-13,70	4,00
Beneficio Neto operaciones continuas	2.242,00	2.440,90	2.870,40	2.881,30	2.765,90	3.298,50
Operaciones discontinuas				80,00	2.142,70	
Beneficio Neto	2.242,00	2.440,90	2.870,40	2.961,30	4.908,60	3.298,50

Fuente: Informes Financieros Oficiales del grupo L'Oréal.

ANEXO 6: Incrementos porcentuales cuentas de balance y P&G.

	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015	PROMEDIO
Ventas	4,35%	10,42%	-1,51%	1,84%	12,10%	7.18%
Coste de las ventas	2,72%	12,58%	-3,16%	1,90%	11,95%	5,20%

Ventas	8,39%	9,72%	-5,34%	1,64%	4,40%	3,76%
Marketing y publicidad sobre las ventas	30,93%	30,93%	30,17%	29,93%	29,11%	30,21%
Gastos administrativos	0,38%	10,44%	1,50%	5,48%	12,24%	6,01%
Otros gastos e ingresos	19,01%	11,62%	-0,62%	-4,77%	19,55%	8,96%

Inmovilizado tangible	7,59%	2,85%	-2,42%	8,64%	8,35%	5,00%
Amortización sobre inmovilizado tangible	27,42%	21,32%	23,34%	26,56%	27,26%	25,18%

PROYECCIONES BALANCE

	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015	PROMEDIO
Variación activo no corriente	12,24%	11,40%	0,80%	8,37%	5,04%	7,57%

	12.31.2016	12.31.2017	12.31.2018	12.31.2019	12.31.2020
ACTIVO NO CORRIENTE	26.308,91	28.300,25	30.442,30	32.746,49	35.225,09

VARIACION DE LAS NOF

	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015	PROMEDIO
Variación Clientes	14,73%	14,29%	13,66%	14,64%	14,36%	14,34%

	12.31.2016	12.31.2017	12.31.2018	12.31.2019	12.31.2020
Clientes	3880,47952	4436,7478	5072,7575	5799,9394	6631,36
		8	5	7	322

	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015	PROMEDIO
Ventas/existencias	10,09%	9,05%	9,42%	10,04%	9,66%	9,65%

	12.31.2016	12.31.2017	12.31.2018	12.31.2019	12.31.2020
Existencias	2613,48384	2865,8047	3142,4861	3445,8799	3778,56
		4	5	9	524

	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015	PROMEDIO
Variación Efectivo	6,57%	10,35%	45,86%	-27,91%	-26,97%	1,58%

	12.31.2016	12.31.2017	12.31.2018	12.31.2019	12.31.2020
Efectivo	1421,98206	1444,4124	1467,1966	1490,3402	1513,84
		4	4	4	891

	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015	PROMEDIO
Variación Proveedores	15,96%	14,77%	14,69%	15,32%	15,56%	15,26%

	12.31.2016	12.31.2017	12.31.2018	12.31.2019	12.31.2020
Proveedores	4131,08346	4427,5324	4745,2548	5085,7771	5450,73
		8	5	7	557

	12.31.2015	12.31.2016	12.31.2017	12.31.2018	12.31.2019	12.31.2020
NOF	3.539,30	3.784,86	4.319,43	4.937,19	5.650,38	6.473,04
Variacion NOF		245,56	534,57	617,75	713,20	822,66

Fuente: Elaboración propia a partir de los Informes Financieros Oficiales del grupo L'Oréal.

ANEXO 7: Valoración de la compañía por el Método de Descuento de Flujos de Caja Libre.

Proyecciones											
(millones de €)	12.31.2010	12.31.2011	12.31.2012	12.31.2013	12.31.2014	12.31.2015	12.31.2016	12.31.2017	12.31.2018	12.31.2019	12.31.2020
Ventas	19.49 5,80	20.34 3,10	22.46 2,70	22.12 4,20	22.53 2,00	25.25 7,40	27.069 ,89	29.012, 44	31.094 ,39	33.325, 74	35.717, 21
Coste de las ventas	5.696, 50	5.851, 50	6.587, 70	6.379, 40	6.500, 70	7.277, 40	7.655, 68	8.053,6 1	8.472, 24	8.912,6 2	9.375,9 0
Beneficio Bruto	13.79 9,30	14.49 1,60	15.87 5,00	15.74 4,80	16.03 1,30	17.98 0,00	19.41 4,21	20.958, 82	22.62 2,15	24.413, 12	26.341, 32
I+D	-664,7 -	-720,5 -	-790,5 -	-748,3 -	-760,6 -	-794,1 -	825,86 -	858,90 -	893,25 -	928,98 -	966,14 -
Marketing y publicidad	6.029, 10	6.291, 60	6.776, 30	6.621, 70	6.558, 90	7.359, 60	8.178, 27	8.765,1 4	9.394, 14	10.068, 27	10.790, 77
gastos administrativos	4.782, 80	4.801, 20	5.302, 50	5.382, 20	5.677, 30	6.372, 40	6.755, 45	7.161,5 2	7.592, 01	8.048,3 7	8.532,1 6
Beneficio Operativo	2322, 7	2678, 3	3005, 7	2992, 6	3034, 5	3453, 9	3654, 62999	4173,2 56476	4742, 75151	5367,5 00942	6052,2 45408
Otros gastos e ingresos	153,2 0	-96,30 0	123,8 0	128,6 0	307,2 0	193,4 0	- 210,72	- 229,60	- 250,16	- 272,57	- 296,98
EBITDA	2.169, 50	2.582, 00	2.881, 90	2.864, 00	2.727, 30	3.260, 50	3.443, 91	3.943,6 6	4.492, 59	5.094,9 3	5.755,2 6
Amortización	734,2 0	614,3 0	691,6 0	767,8 0	856,2 0	933,8 0	899,90	944,93	992,22	1.041,8 7	1.094,0 0
EBIT	2.903, 70	3.196, 30	3.573, 50	3.631, 80	3.583, 50	4.194, 30	4.343, 81	4.888,5 9	5.484, 81	6.136,8 0	6.849,2 6

t = 25%

	12.31.2016	12.31.2017	12.31.2018	12.31.2019	12.31.2020
EBIT	4.343,81	4.888,59	5.484,81	6.136,80	6.849,26
NOPAT =EBIT * (1-t)	3.257,86	3.666,44	4.113,60	4.602,60	5.136,95
Amortización	899,90	944,93	992,22	1.041,87	1.094,00
Variación NOF	-245,56	-534,57	-617,75	-713,20	-822,66
CAPEX	-1.851,21	-1.991,33	-2.142,06	-2.304,19	-2.478,60
Flujo de Caja Libre	2.060,98	2.085,47	2.346,01	2.627,08	2.929,69

Ke = 6%

D = 1.979.200.000

Kd = 4%

E = 94.300.473.995

We = 97,944%

Wd = 2,056%

g = 3,00%

WACC = k = 6%

Valor residual 102.689

	12.31.2016	12.31.2017	12.31.2018	12.31.2019	12.31.2020
Flujo de Caja Libre	2.060,98	2.085,47	2.346,01	2.627,08	105.619,10
Flujos de caja descontados	1.945,45	1.858,22	1.973,19	2.085,72	79.153,88

NPV 87.016

Maximun price 85.037.259.643

Price per share 151,05

Fuente: Elaboración propia a partir de los Informes Financieros Oficiales del grupo L'Oréal.