



**VALORACIÓN DE HANESBRANDS INC.
MEDIANTE MÉTODO DE MÚLTIPLOS COMPARABLES**

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN
FINANZAS

Alumno: Juan Pablo Lara Rodríguez

Profesor Guía: Mauricio Alejandro Jara Bertin

Panamá, Marzo 2019

Tabla de Contenido

1	Resumen Ejecutivo	5
2	Metodología	6
2.1	Principales Métodos de Valoración.....	6
2.2	Modelo de descuento de dividendos.....	6
2.3	Método de Flujos de Caja Descontados	7
2.4	Método de múltiplos.....	10
3	Descripción de la Empresa e Industria	12
3.1	Descripción de la empresa	12
3.2	Descripción de la acción	12
3.3	Industria y competidores.....	13
3.3.1	Principales Competidores.....	14
3.4	Descripción del negocio.....	20
3.4.1	Segmentos	20
3.5	Principales accionistas	23
4	Descripción del Financiamiento de la Empresa	26
4.1	Características de las emisiones	26
5	Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa	28
5.1	Deuda Financiera Hanesbrands	28
6	Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa (Costo de Capital Promedio Ponderado: WACC)	31
6.1	Beta de la acción	31
6.2	Estimación del Costo de Capital de la Empresa	31
6.3	Beta de la deuda	32
6.4	Beta patrimonial sin deuda	33
6.5	Beta patrimonial con deuda	34
6.6	Costo patrimonial.....	34
6.7	Costo de Capital	35
7	Valoración de la Empresa por Método de Múltiplos Comparables	36
7.1	Valores para la Industria.....	36
7.2	Indicadores para la Empresa Hanesbrands	39
7.3	Valores de Hanesbrands en base a múltiplos de la Industria.....	40
8	Conclusiones	42

9	Anexos	43
9.1	Bibliografía	43
9.2	Filiales	45
9.2.1	Estados Unidos:	45
9.2.2	Internacional:.....	46
9.3	Bonos	51

Índice de Tablas

Tabla 1 : Ficha Hanesbrands	13
Tabla 2 : Ficha Gap Inc.....	14
Tabla 3: Ficha Limited Brands Inc.....	15
Tabla 4: Ficha Gildan Activewear Inc.....	16
Tabla 5: Ficha Under Armour Inc.....	17
Tabla 6: Ficha PVH Corp.....	18
Tabla 7: Importancia Relativa Segmento Innerwear	20
Tabla 8: Importancia Relativa Segmento Activewear	21
Tabla 9: Importancia Relativa Segmento Internacional	21
Tabla 10: Importancia Relativa Segmento Otros.....	22
Tabla 11: Principales accionistas.....	23
Tabla 12: Bono de mayor duración.....	26
Tabla 13: Deuda financiera Hanesbrands.....	28
Tabla 14: Patrimonio Económico (a valor de mercado).....	29
Tabla 15: Estructura de Capital de Hanesbrands.....	29
Tabla 16: Estadísticas Descriptivas Estructura de Capital (del 2014 al 30 de Junio 2018)	30
Tabla 17: Resumen betas patrimoniales.....	31
Tabla 18: Tasa de mercado última transacción al 29 de Junio de 2018.....	31
Tabla 19: Definición de múltiplos a utilizar	36
Tabla 20: Múltiplos de Gap Inc.	37
Tabla 21: Múltiplos de Limited Brands.....	37
Tabla 22: Múltiplos de Gildan Activewear.....	38
Tabla 23: Múltiplos de Under Armour.....	38
Tabla 24: Múltiplos de PVH Corp.....	38
Tabla 25: Múltiplos de la Industria	39
Tabla 26: Indicadores Hanesbrands (en miles).....	39
Tabla 27: Valoración de Hanesbrands en base a múltiplos de la Industria (en miles, excepto precio por acción).....	41
Gráfico 1: Precio de la acción de Hanesbrands (HBI) del 29 de Junio de 2018 al 28 de Septiembre de 2018.	41

1 Resumen Ejecutivo

En el presente documento se realiza la valoración económica de la empresa Hanesbrands Inc. al 30 de junio de 2018 por el método de múltiplos comparables, el cual determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de compañías comparables de la misma industria, e indicadores de la empresa, obteniendo así un valor rápido y aproximado del precio de la acción.

La empresa Hanesbrands, Inc. (HBI) pertenece a la industria de bienes de consumo, sub industria de ropa y accesorios, tiene dos líneas de negocio, ropa íntima y deportiva, con participación en los mercados de Estados Unidos, Europa y Australia principalmente. Sus principales competidores son Gap Inc., Limited Brands Inc., Gildan Activewear Inc., Under Armour Inc. y PVH Corp. Con estas empresas se formaron los múltiplos utilizados en la valoración: PE, EV/EBITDA, EV/EBIT, PBV, VALUE TO BOOK RATIO, PS y VS de la industria.

En los resultados se encontró que la empresa tiene un valor por acción promedio de USD\$ 18.66 por acción, con una dispersión de USD\$4.66, que comparado con el precio de la acción cotizada en el NYSE al 29 de junio de 2018 (USD\$ 22.02) es 15% menor. Los múltiplos que mejor se aproximaron al precio de la acción, fueron: VALUE TO BOOK RATIO (USD\$21.81) y PRICE TO SALES RATIO (USD\$21.59). Para llegar a una conclusión, el método de múltiplos comparables se debe combinar con otros métodos de valoración.

2 Metodología

2.1 Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables². Éste último será el método a utilizar para la valoración de la empresa Hanesbrands.

2.2 Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras.

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maqueira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p= rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante *g*, la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA₁ son los dividendos por acción del próximo periodo.³

2.3 Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

los fundamentos tras el Flujo de Caja Descuento. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor

completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

2.4 Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos⁵:

- Múltiplos de Ganancias
- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

⁵ Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

- (Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

3 Descripción de la Empresa e Industria

3.1 Descripción de la empresa

Hanesbrands, Inc. es una empresa de bienes de consumo, que se dedica al diseño, fabricación, abastecimiento y venta de prendas básicas (como sostenes, ropa interior, calcetines, sudaderas y otras prendas deportivas) para hombres, mujeres y niños.

La compañía fue fundada por J. Wesley Hanes en 1901 y tiene su sede en Winston Salem, Carolina del Norte.

Opera su negocio a través de los siguientes segmentos:

- Innerwear
- Activewear
- International
- Otros

Dentro de los Estados Unidos (mercado que corresponde el 68% de sus ventas en el 2017), sus marcas incluyen Hanes, Champion, Playtex, Bali, Maidenform, JMS / Just My Size, Wonderbra y Gear for Sports. Fuera de los Estados Unidos, sus marcas incluyen DIM, Nur Die / Nur Der, Lovable, Abanderado, Shock Absorber, Zorba, Sol y Oro, Rinbros, Track N Field y Ritmo.

La empresa tiene subsidiarias en su mayoría ubicadas en los Estados Unidos y con una participación del 100%. Gran parte de estas filiales están dedicadas únicamente a actividades administrativas, logísticas, manufactureras y financieras relacionadas con la empresa. Para mayor información, ver *Anexo 1: Filiales*.

3.2 Descripción de la acción

La empresa cuenta con acciones comunes actualmente negociadas en la Bolsa de Nueva York (NYSE) bajo el símbolo "HBI".

Tabla 1 : Ficha Hanesbrands

Razón Social	Hanesbrands Inc.
I.R.S. Employer Identification Number	20-3552316
Nemotécnico	NYSE: HBI
Industria	Bienes de Consumo – Ropa y accesorios

Fuente: Elaboración propia

3.3 Industria y competidores

Hanesbrands opera en la industria de bienes de consumo, específicamente en la industria de ropa íntima y deportiva. La ropa íntima se caracteriza principalmente por ser una prenda interior que se utiliza junto a la piel, debajo de las prendas exteriores.

Europa constituye el mercado más grande de ropa íntima globalmente y, por lo tanto, es una de las áreas de enfoque para los principales actores del mercado. El crecimiento en el mercado chino de ropa íntima es el principal motor del crecimiento de este mercado en Asia y el Pacífico. Además, América del Norte y Europa, en conjunto, representan más de dos tercios de la cuota del mercado global de ropa íntima. Sin embargo, con el crecimiento económico en las economías del sudeste asiático como India y China, se espera que el segmento de ropa íntima proporcione una oportunidad de mercado potencial en el futuro.

La empresa se rige bajo las regulaciones de los Estados Unidos principalmente y la bolsa en donde opera, la cual es la New York Stock Exchange (NYSE). Dentro de los reguladores más importantes se encuentran:

- Securities and Exchange Commission (SEC): www.sec.gov
- Federal Trade Commission (FTC): www.ftc.gov
- Antitrust Division of the Department of Justice: www.usdoj.gov/atr/
- U.S. Customs Service: www.customs.gov
- Bureau of Industry and Security (BIS), Department of Commerce: www.bis.doc.gov
- Environmental Protection Agency (EPA): www.epa.gov
- Federal Communications Commission (FCC): www.fcc.gov

3.3.1 Principales Competidores

Tabla 2 : Ficha Gap Inc

Nombre de la Empresa	Gap, Inc. (The)																
Ticker o Nemo-técnico	NYSE: GPS																
Clase de Acción	Acciones comunes A y B, preferentes y tesorería																
Derechos de cada Clase	A: Acciones comunes B: Acciones comunes (no han sido emitidas) Acciones preferentes (no han sido emitidas) Acciones de tesorería (recompra de acciones comunes)																
Mercado donde Transa sus acciones	NYSE																
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Gap es un minorista estadounidense de ropa y accesorios a nivel mundial.</p> <p>Fue fundado en 1969 por Donald Fisher y Doris F. Fisher y tiene su sede en San Francisco, California. La compañía opera cinco divisiones principales: Gap, Banana Republic, Old Navy, Intermix, Weddington Way y Athleta.</p> <p>Gap Inc. es el mayor minorista especializado en los Estados Unidos, y ocupa el 3° lugar en ubicaciones internacionales totales, detrás de Inditex Group y H&M.</p>																
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Sector: Mayorista / Minorista Industria: Minorista Ropa y Zapatos																
Negocios en que se encuentra	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Gap Inc</th> <th>2017</th> <th>2018*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>EBITDA</td> <td>1,793.0</td> <td>878.0</td> </tr> <tr> <td>Ventas Netas</td> <td>15,855.0</td> <td>7,868.0</td> </tr> <tr> <td>Old Navy</td> <td>7,238.0</td> <td>3,737.0</td> </tr> <tr> <td>Gap</td> <td>5,318.0</td> <td>2,429.0</td> </tr> </tbody> </table>		Gap Inc	2017	2018*	EBITDA	1,793.0	878.0	Ventas Netas	15,855.0	7,868.0	Old Navy	7,238.0	3,737.0	Gap	5,318.0	2,429.0
Gap Inc	2017	2018*															
EBITDA	1,793.0	878.0															
Ventas Netas	15,855.0	7,868.0															
Old Navy	7,238.0	3,737.0															
Gap	5,318.0	2,429.0															

	Banana Republic	2,380.0	1,168.0
	Otras Marcas	919.0	534.0

Fuente: Página web de la empresa Gap Inc.

Tabla 3: Ficha Limited Brands Inc

Nombre de la Empresa	Limited Brands Inc														
Ticker o Nemo-técnico	NYSE: LB														
Clase de Acción	Acción Común (278,858,024) fecha 16/03/2018														
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.														
Mercado donde Transa sus acciones	NYSE														
Descripción de la Empresa (profile)	Minorista de ropa íntima femenina, cuidado personal y fragancias personales y para el hogar. Fue fundada en 1963 en Columbus, Ohio. Las ventas principales se realizan en tiendas propias y tiendas con franquicias en USA, UK, Canadá, Irlanda, China y Hong Kong y via Web. Las marcas de la compañía son Victoria's Secret, Pink, La Senza, Bath and Body Works y Henri Bendel.														
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Sector: Mayorista / Minorista Industria: Minorista Ropa y Zapatos														
Negocios en que se encuentra (Millones de USD)	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Limited Brands</th> <th>2017</th> <th>2018*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>EBITDA</td> <td>2,475.0</td> <td>657.0</td> </tr> <tr> <td>Ventas Netas</td> <td>12,632.0</td> <td>5,609.7</td> </tr> <tr> <td>Victoria's Secret</td> <td>7,387.0</td> <td>3,314.2</td> </tr> </tbody> </table>			Limited Brands	2017	2018*	EBITDA	2,475.0	657.0	Ventas Netas	12,632.0	5,609.7	Victoria's Secret	7,387.0	3,314.2
Limited Brands	2017	2018*													
EBITDA	2,475.0	657.0													
Ventas Netas	12,632.0	5,609.7													
Victoria's Secret	7,387.0	3,314.2													

	Bath And Body Works	4,148.0	1,724.0
	Otras Marcas	1,097.0	571.5

Fuente: Página web de la empresa Limited Brands Inc.

Tabla 4: Ficha Gildan Activewear Inc

Nombre de la Empresa	Gildan Activewear Inc
Ticker o Nemo­técnico	NYSE: GIL TSX: GIL
Clase de Acción	Acción Común
Derechos de cada Clase	Acciones comunes: Derecho a Voto y recibir dividendos o mantener activos si la compañía está en disolución.
Mercado donde Transa sus acciones	NYSE TSX
Descripción de la Empresa (profile)	La empresa diseña, fabrica y comercializa productos de ropa deportiva, ropa interior, y calcetines. Los productos se venden a distribuidores mayoristas, mayoristas institucionales, así como a minoristas que venden a los consumidores a través de sus tiendas físicas y / o plataformas de comercio electrónico. Además, vendemos directamente a los consumidores a través de nuestras propias plataformas. Los mercados donde tiene presencia son Norteamérica, europa, Asia - Pacífico y Latinoamérica. Las marcas más importantes de la compañía son: Gildan, American Apparel, Comfort Colors, Gildan Hammer, Gold Toe, Anvil, Alstyle, Secret, Silks, Peds y MediPeds.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Sector: Bienes de consumo Industria: Fabricación de prendas de vestir

Negocios en que se encuentra	Gildan Activewear	2017	2018*
	EBITDA	586.1	281.0
	Ventas Netas	2,750.8	1,411.5
	Ropa Deportiva	2.169,7	1,139.7
	Ropa Interior y Calcetines	581.1	271.8

Fuente: Página web de la empresa Gildan Activewear Inc.

Tabla 5: Ficha Under Armour Inc

Nombre de la Empresa	Under Armour, Inc.
Ticker o Nemo-técnico	NYSE: UAA NYSE: UA
Clase de Acción	Acción Común Clase A (UAA) Acción Común Clase B (No es pública) Acción Común Clase C (UA)
Derechos de cada Clase	Acciones comunes Clase A: Derecho a Voto y recibir dividendos. Acciones comunes Clase C: No tiene derecho a Voto, tiene derecho a dividendos.
Mercado donde Transa sus acciones	NYSE
Descripción de la Empresa (profile)	Las principales actividades comerciales son el desarrollo, la comercialización y la distribución de ropa, calzado y accesorios de alto rendimiento para hombres, mujeres y jóvenes. Los productos se venden en todo el mundo y son usados por atletas de todos los niveles. Los ingresos netos se generan principalmente de las ventas a mayoristas, minoristas y distribuidores nacionales, regionales,

	<p>independientes y especializados. También generan ingresos netos por la venta de productos a través del canal de venta directa al consumidor, que incluye tiendas propias y sitios web de marcas y fábricas, licencias de productos y licencias y suscripciones de plataforma digital y publicidad digital a través del negocio Connected Fitness.</p> <p>A nivel internacional, los ingresos netos se generan a partir de una combinación de ventas mayoristas a minoristas y distribuidores y ventas a través de canales de venta directa al consumidor, y los ingresos por licencias de ventas a terceros licenciarios.</p>																					
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	<p>Sector: Bienes de consumo</p> <p>Industria: Fabricación de prendas de vestir</p>																					
Negocios en que se encuentra	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Under Armour</th> <th>2017</th> <th>2018*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>EBITDA</td> <td>202.0</td> <td>-42.0</td> </tr> <tr> <td>Ventas Netas</td> <td>4,976.5</td> <td>2,360.2</td> </tr> <tr> <td>Ropa Deportiva</td> <td>3,287.1</td> <td>1,513.6</td> </tr> <tr> <td>Zapatos</td> <td>1,037.8</td> <td>543.1</td> </tr> <tr> <td>Accesorios</td> <td>445.8</td> <td>198.1</td> </tr> <tr> <td>Licencias / Connect</td> <td>205.8</td> <td>105.4</td> </tr> </tbody> </table>	Under Armour	2017	2018*	EBITDA	202.0	-42.0	Ventas Netas	4,976.5	2,360.2	Ropa Deportiva	3,287.1	1,513.6	Zapatos	1,037.8	543.1	Accesorios	445.8	198.1	Licencias / Connect	205.8	105.4
Under Armour	2017	2018*																				
EBITDA	202.0	-42.0																				
Ventas Netas	4,976.5	2,360.2																				
Ropa Deportiva	3,287.1	1,513.6																				
Zapatos	1,037.8	543.1																				
Accesorios	445.8	198.1																				
Licencias / Connect	205.8	105.4																				

Fuente: Página web de la empresa Under Armour Inc.

Tabla 6: Ficha PVH Corp

Nombre de la Empresa	PVH Corp
Ticker o Nemo-técnico	NYSE: PVH
Clase de Acción	Acción Común

Mercado donde Transa sus acciones	NYSE																		
Descripción de la Empresa (profile)	Es una de las compañías de indumentaria de marca más grande del mundo, con una historia que se remonta a más de 135 años. Tenemos más de 36,000 asociados que operan en más de 40 países, las oficinas centrales están en New York. Diseñamos y comercializamos camisas de vestir de marca, corbatas, ropa deportiva, jeans, ropa de alto rendimiento, ropa íntima, ropa interior, trajes de baño, productos de natación, bolsos de mano, accesorios, calzado y otros productos relacionados. Nuestras marcas están posicionadas para vender en varios puntos de venta y en múltiples canales de distribución y regiones. El portafolio de marcas está integrado por por marcas nacionales e internacionales, tales como: CALVIN KLEIN y TOMMY HILFIGER, Van Heusen, IZOD, ARROW, Warner's, Olga, Eagle and True&Co. También tienen las siguientes licencias de marcas, Speedo (licencia a perpetuidad para Norteamérica y el Caribe), Geoffrey Beene, Kenneth Cole New York, Kenneth Cole Reaction, MICHAEL Michael Kors, Michael Kors Collection, DKNY and Chaps. El portafolio de marcas también tiene otras licencias y marcas.																		
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Sector: Bienes de consumo Industria: Fabricación de prendas de vestir																		
Negocios en que se encuentra	<table border="1"> <thead> <tr> <th>PVH</th> <th>2017</th> <th>2018*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>EBITDA</td> <td>1,127.0</td> <td>642.0</td> </tr> <tr> <td>Ventas Netas</td> <td>8,914.8</td> <td>4,648.3</td> </tr> <tr> <td>Calvin Klein</td> <td>3,461.6</td> <td>1,815.1</td> </tr> <tr> <td>Tommy Hilfiger</td> <td>3,893.2</td> <td>2,044.4</td> </tr> <tr> <td>Heritage Brands</td> <td>1,560.0</td> <td>788.8</td> </tr> </tbody> </table>	PVH	2017	2018*	EBITDA	1,127.0	642.0	Ventas Netas	8,914.8	4,648.3	Calvin Klein	3,461.6	1,815.1	Tommy Hilfiger	3,893.2	2,044.4	Heritage Brands	1,560.0	788.8
PVH	2017	2018*																	
EBITDA	1,127.0	642.0																	
Ventas Netas	8,914.8	4,648.3																	
Calvin Klein	3,461.6	1,815.1																	
Tommy Hilfiger	3,893.2	2,044.4																	
Heritage Brands	1,560.0	788.8																	

Fuente: Página web de la empresa PVH Corp.

3.4 Descripción del negocio

3.4.1 Segmentos

3.4.1.1 Innerwear

Se enfoca en los artículos esenciales de indumentaria básica, y consiste en productos tales como prendas íntimas de vestir, ropa interior para hombres, bragas para mujeres, ropa interior para niños y calcetines.

La compañía comercializa estos productos bajo las marcas: Maidenform, Bali, Playtex, Hanes, JMS / Just My Size, DKNY, Champion, L'eggs, Polo Ralph Lauren y Donna Karan.

Tabla 7: Importancia Relativa Segmento Innerwear

	2014	2015	2016	2017	2018*
Ventas Netas	5,324,746	5,731,549	6,028,199	6,471,410	3,186,947
Innerwear	2,707,474	2,609,402	2,543,717	2,462,876	1,185,772
% Ventas	51%	46%	42%	38%	37%
Margen Operacional	876,805	991,294	1,001,281	1,040,402	519,749
Innerwear	552,507	596,634	563,905	528,038	260,548
% Margen Operacional	63%	60%	56%	51%	50%

Fuente: Elaboración Propia con datos de los EEFF

*Información al 30 de Junio de 2018

3.4.1.2 Activewear

El segmento está compuesto de camisetas, camisas deportivas, shorts, sujetadores deportivos, camisas de equipos bajo las marcas Champion, Hanes, JMS / Just My Size, Hanes Beefy-T y Gear for Sports.

Tabla 8: Importancia Relativa Segmento Activewear

	2014	2015	2016	2017	2018*
Ventas Netas	5,324,746	5,731,549	6,028,199	6,471,410	3,186,947
Activewear	1,410,036	1,605,423	1,601,108	1,654,278	751,910
% Ventas	26%	28%	27%	26%	24%
Margen Operacional	876,805	991,294	1,001,281	1,040,402	519,749
Activewear	193,952	245,563	224,658	227,589	95,795
% Margen Operacional	22%	25%	22%	22%	18%

Fuente: Elaboración Propia con datos de los EEFF
*Información al 30 de Junio de 2018

3.4.1.3 Internacional

El segmento internacional suministra ropa deportiva, ropa interior para hombres, bragas para mujeres, ropa interior para niños, ropa íntima, calcetines, artículos para el hogar y calcetería. Los mercados internacionales más grandes de la compañía incluyen Europa, Canadá, Japón, México, Brasil y Australia.

Tabla 9: Importancia Relativa Segmento Internacional

	2014	2015	2016	2017	2018*
Ventas Netas	5,324,746	5,731,549	6,028,199	6,471,410	3,186,947
Internacional	798,208	1,132,637	1,531,913	2,054,664	1,115,749
% Ventas	15%	20%	25%	32%	35%
Margen Operacional	876,805	991,294	1,001,281	1,040,402	519,749
Internacional	89,979	105,515	179,917	261,411	153,619
% Margen Operacional	10%	11%	18%	25%	30%

Fuente: Elaboración Propia con datos de los EEFF
*Información al 30 de Junio de 2018

3.4.1.4 Otros

Se compone de otras ventas netas.

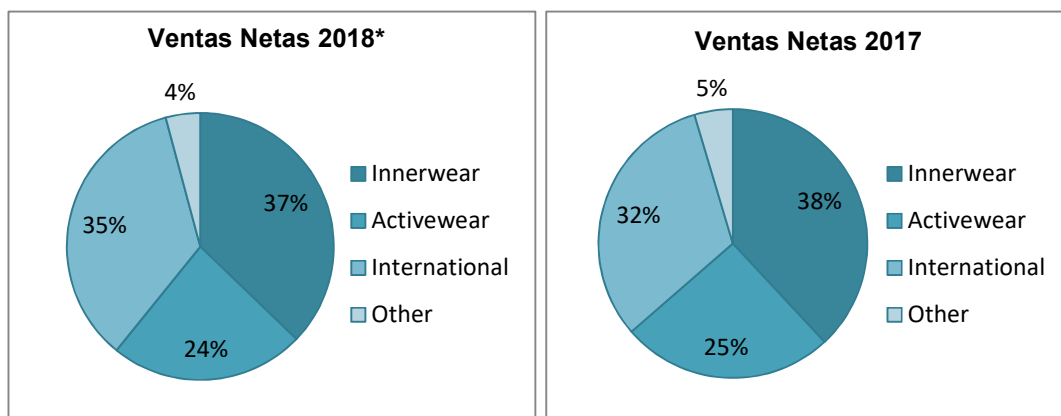
Tabla 10: Importancia Relativa Segmento Otros

	2014	2015	2016	2017	2018*
Ventas Netas	5,324,746	5,731,549	6,028,199	6,471,410	3,186,947
Otros	409,028	384,087	351,461	299,592	133,516
% Ventas	8%	7%	6%	5%	4%
Margen Operacional	876,805	991,294	1,001,281	1,040,402	519,749
Otros	40,367	43,582	32,801	23,364	9,787
% Margen Operacional	5%	4%	3%	2%	2%

Fuente: Elaboración Propia con datos de los EEFF

*Información al 30 de Junio de 2018

Ilustración 1: Distribución ventas Hanesbrands por segmento año 2017 y al 30 de Junio de 2018



Fuente: Elaboración Propia con datos de los EEFF

*Información al 30 de Junio de 2018

3.5 Principales accionistas

Los 12 principales accionistas al 30 de junio de 2018 de Hanesbrands Inc son los siguientes.

Tabla 11: Principales accionistas

Nombre	Número de acciones suscritas y pagadas	% de propiedad
The Vanguard Group, Inc	37,773,269	10.48%
BlackRock Inc.	23,662,833	6.56%
Massachusetts Financial Services Co	20,855,642	5.79%
SSgA Funds Management, Inc.	16,897,149	4.69%
Parnassus Investments	16,280,808	4.52%
T. Rowe Price Associates, Inc.	13,767,660	3.82%
Barrow, Hanley, Mewhinney & Strauss LLC	12,690,515	3.52%
Chieftain Capital Management, Inc.	12,277,811	3.41%
Shapiro Capital Management LLC	12,085,780	3.35%
Bank of New York Mellon Corp	11,377,042	3.16%
FIL Ltd	9,299,500	2.58%
Diamond Hill Capital Management	9,269,634	2.57%
TOTAL TOP 12		54.45%

Fuente: Nasdaq: Institutional Holdings.

4 Descripción del Financiamiento de la Empresa

La empresa tiene financiamiento de corto plazo que constituye el 8% de la deuda financiera total, entre los cuales tiene financiamiento bancario rotativo y notas comerciales. El financiamiento de largo plazo se realiza principalmente vía bonos para refinanciar deuda, o en algunos casos adquirir nuevas empresas. A continuación se describe el bono de mayor duración.

4.1 Características de las emisiones

Para efectos de los cálculos y proyecciones a largo plazo, se describirá el bono de la empresa con mayor duración (ver anexos para el detalle de la totalidad de emisiones de bonos por parte de la empresa):

Tabla 12: Bono de mayor duración

	Observaciones
Bono	HANESBRANDS 16/26 REGS (ISIN: USU24437AE26)
Nemotécnico: Nemo Bolsa a la que pertenece	FSE
Fecha de Emisión	05/06/2016
Valor Nominal (VN o D)	900,000,000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Extranjera
Fecha de Vencimiento	15/05/2026
Tipo de Bono	Bullet - Senior Unsecured
Tasa Cupón (k_d)	4.875%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	No
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	S&P: BB
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión	4.868%

Tasa de mercado (YTM) al 29 de Junio de 2018 (k_b)	5.389%
Precio de venta el día de la emisión.	100.05
Valor de Mercado	06/05/16: 900,450,000 (sobre la par) 29/06/18: 870,570,000 (bajo la par)

Fuente: Página web de la Bolsa de Frankfurt

5 Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

5.1 Deuda Financiera Hanesbrands

Tabla 13: Deuda financiera Hanesbrands

	2014	2015	2016	2017	2018*
Notes payable	144,438,000	117,785,000	56,396,000	11,873,000	14,540,000
Accounts Receivable Securitization Facility	210,963,000	195,163,000	44,521,000	125,209,000	153,386,000
Current portion of long-term debt	14,354,000	57656000	133,843,000	124,380,000	181,349,000
Total Deuda Financiera Corriente	369,755,000	370,604,000	234,760,000	261,462,000	349,275,000
Long-term debt	1,613,997,000	2,254,162,000	3,507,685,000	3,702,054,000	4,149,201,000
Total Deuda Financiera No Corriente	1,613,997,000	2,254,162,000	3,507,685,000	3,702,054,000	4,149,201,000
TOTAL DEUDA FINANCIERA (B)	1,983,752,000	2,624,766,000	3,742,445,000	3,963,516,000	4,498,476,000

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF

*Información al 30 de Junio de 2018

Tabla 14: Patrimonio Económico (a valor de mercado)

	2014	2015	2016	2017	2018*
Acciones Preferentes					
# Authorized Shares	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000
Issue and Outstanding Shares	0	0	0	0	0
Acciones Comunes					
# Authorized Shares	500,000,000	2,000,000,000	2,000,000,000	2,000,000,000	2,000,000,000
Issue and Outstanding Shares	400,789,120	391,652,810	378,687,652	360,125,894	360,503,574
Total # de Acciones Suscritas y Pagadas	400,789,120	391,652,810	378,687,652	360,125,894	360,503,574
Precio de la Acción al (fecha)	\$ 27.6525 1/2/15	\$ 29.4300 12/31/15	\$ 21.5700 12/30/16	\$ 20.9100 12/29/17	\$ 22.0200 6/29/18
TOTAL PATRIMONIO ECONÓMICO (P)	11,082,821,141	11,526,342,198	8,168,292,654	7,530,232,444	7,938,288,699

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF

*Información al 30 de junio de 2018

La empresa es valorada a USD\$ 22.02 por acción al 29 de Junio de 2018, precio que se comparará con el resultado de la presente valoración.

Tabla 15: Estructura de Capital de Hanesbrands

	2014	2015	2016	2017	2018*
B/V	15.18%	18.55%	31.42%	34.48%	36.17%
P/V	84.82%	81.45%	68.58%	65.52%	63.83%
B/P	17.90%	22.77%	45.82%	52.63%	56.67%

Fuente: Elaboración propia con datos de EEFF

*Información al 30 de junio de 2018

En 2016, la Compañía refinanció su estructura de deuda para reducir las tasas de interés, aumentar su capacidad de endeudamiento y la proporción de deuda con tasa fija y para ayudar a financiar las adquisiciones de Champion Europe y Hanes Australia.

La refinanciación consistió en:

- Emisión por \$900,000 del monto total del Bono 4.875% con vencimiento en 2026.
- Emisión por \$ 900,000 del monto total del Bono 4.625% con vencimiento en 2024.
- Emisión por € 500,000 del monto total del Bono 3.5% con vencimiento en 2024.
- Redimiendo por completo del Bono senior 6.375% con vencimiento en 2020.

Es por esta razón que se tomará como estructura de capital histórica, un promedio de los años 2017 y 2018 únicamente, asumiendo que ésta será también la estructura de capital objetivo de la empresa.

Tabla 16: Estadísticas Descriptivas Estructura de Capital (del 2014 al 30 de Junio 2018)

	Mínimo	Máximo	Mediana	Desv Estd	Promedio	Objetivo
B/V	15.18%	36.17%	31.42%	0.0963	27.16%	34.03%
P/V	63.83%	84.82%	68.58%	0.0963	72.84%	65.97%
B/P	17.90%	56.67%	45.82%	0.1770	37.29%	51.57%

Fuente: Elaboración Propia con datos de los EEFF

6 Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa (Costo de Capital Promedio Ponderado: WACC)

6.1 Beta de la acción

Los betas patrimoniales de la empresa se calcularon utilizando una serie de 105 registros semanales. Para los años 2016, 2017 y 2018 los betas patrimoniales son cercanos a 1, lo indica que la empresa se mueve muy acorde con el mercado (S&P500), con una significancia del 5%.

Tabla 17: Resumen betas patrimoniales

	2016	2017	2018
Beta de la Acción	0.9990	1.0798	0.9357
p-value (significancia)	0.00000575	0.00053322	0.00092499
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia con precios semanales de la acción desde 1 Julio de 2014 al 30 Junio de 2018

6.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa

6.2.1 Costo de la deuda

Tabla 18: Tasa de mercado última transacción al 29 de Junio de 2018

	Observaciones
Bono	HANESBRANDS 16/26 REGS (ISIN: USU24437AE26)
Tasa de mercado (YTM) al 29 de Junio de 2018 (k_b)	5.389%

Fuente: Elaboración propia

6.3 Beta de la deuda

Usando la fórmula del CAPM y la tasa de la deuda determinada en el punto anterior en base al bono de largo plazo de la empresa, se calcula el beta de la deuda:

$$K_b = r_f + \beta_d (PRM)$$

Dónde:

$$K_b = 5.389\%$$

$$r_f = 2.985\%$$

$$PRM = 5.37\%$$

$$\beta_d = \frac{K_b - r_f}{PRM}$$

$$\beta_d = \frac{5.389\% - 2.985\%}{5.37\%}$$

$$\beta_d = 0.45$$

Nota: El dato de Premio por Riesgo de Mercado (PRM) fue provisto por Damodaran y la Tasa Libre de Riesgo (r_f) corresponde a la Tasa de los Bonos del Tesoro de EEUU a 30 años.

Con estos datos se obtiene que **el beta de la deuda es de 0.45**.

6.4 Beta patrimonial sin deuda

El beta patrimonial sin deuda de la empresa, al 30 de junio de 2018, utilizando la fórmula de Rubinstein:

$$\beta_{p(HIST)}^{C/D} = \beta_{p(HBI)}^{S/D} \left[1 + (1 - T_{c(HIST)}) \left(\frac{B}{P} \right)_{HIST} \right] - \beta_d (1 - T_{c(HIST)}) \left(\frac{B}{P} \right)_{HIST}$$

Para la determinación de la tasa de impuestos corporativa histórica, se realizó un promedio de los últimos tres años efectiva (impuestos pagados / utilidad antes de impuesto). Teniendo que realizar para el año 2017 un ajuste a la cantidad de impuestos pagados, ya que contenían un gran pago de impuestos por repatriación de utilidades de subsidiarias extranjeras a EEUU que no era recurrente y elevaba erróneamente la tasa impositiva efectiva necesaria para desapalancar el beta patrimonial sin deuda de la empresa.

El beta de la acción al 30 de junio de 2018, obtenido en el numeral 6.1 considerando una serie de 105 registros semanales, es de 0.9357.

$$\beta_{p(HIST)}^{C/D} = 0.9357$$

$$\beta_{p(HBI)}^{S/D} = \frac{\beta_{p(HIST)}^{C/D} + \beta_d (1 - T_{c(HIST)}) \left(\frac{B}{P} \right)_{HIST}}{\left[1 + (1 - T_{c(HIST)}) \left(\frac{B}{P} \right)_{HIST} \right]}$$

$$\beta_{p(HBI)}^{S/D} = \frac{0.9357 + 0.45(1 - 9.44\%)(0.5157)}{[1 + (1 - 9.44\%)(0.5157)]}$$

$$\beta_{p(HBI)}^{S/D} = 0.7803$$

De acuerdo a la fórmula de Rubinstein, se obtiene un beta patrimonial sin deuda de 0.7803.

6.5 Beta patrimonial con deuda

Para determinar el beta patrimonial con deuda, se utiliza la estructura de deuda objetivo establecida en el numeral 5.1 para re-apalancar el beta del punto anterior.

De nuevo, utilizando la fórmula de Rubinstein, cambiando únicamente la tasa impositiva histórica efectiva por la de largo plazo de EEUU, la cual la empresa en su reporte anual del 2017, proyecta que será del 16% en el 2018, se obtiene un nuevo beta patrimonial con deuda de 0.9244. a continuación se detalla el cálculo:

$$\beta_{p \text{ PROY}}^{C/D} = \beta_{p \text{ (HBI)}}^{S/D} \left[1 + (1 - T_{C(\text{PROY})}) \left(\frac{B}{P} \right)_{OBJ} \right] - \beta_d (1 - T_{C(\text{PROY})}) \left(\frac{B}{P} \right)_{OBJ}$$

$$\beta_{p \text{ PROY}}^{C/D} = 0.7803 [1 + (1 - 16\%)(0.5157)] - 0.45(1 - 16\%)(0.5157)$$

$$\beta_{p \text{ PROY}}^{C/D} = 0.9244$$

6.6 Costo patrimonial

Utilizando la fórmula de CAPM se obtiene la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda del punto anterior que incluye la estructura de capital objetiva de la empresa y la tasa impositiva de largo plazo.

$$K_p = r_f + \text{PRM} * \beta_{p \text{ PROY}}^{C/D}$$

$$K_p = 2.985\% + 5.37\% * 0.9244$$

$$K_p = 7.949\%$$

Con esto, se obtiene una tasa de costo patrimonial de Hanebrands de 7.95%.

6.7 Costo de Capital

Finalmente, utilizando la fórmula de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC), es decir ponderando el efecto que tiene la deuda y patrimonio sobre el costo de capital de la empresa, se obtiene que:

$$K_o^{WACC} = K_p \left(\frac{P}{V} \right)_{PROY} + K_b (1 - T_{C(PROY)}) \left(\frac{B}{V} \right)_{PROY}$$

$$K_o^{WACC} = 7.949\% * (0.66) + 5.389\% (1 - 16\%)*(0.34)$$

$$K_o^{WACC} = 6.785\%$$

Reemplazando los datos de estructura de capital objetivo, tasa de costo patrimonial, tasa de costo de la deuda y tasa impositiva de largo plazo, calculados en los puntos anteriores, se obtiene una tasa de costo de capital de Hanesbrands (WACC) de 6.785%.

Esta tasa es la que se utilizará más adelante para la valoración de Hanesbrands por el método de flujos de caja descontados.

7 Valoración de la Empresa por Método de Múltiplos Comparables

7.1 Valores para la Industria

Los múltiplos más utilizados para la valoración de empresas, se dividen en tres tipos: múltiplos de ganancias, múltiplos de valor de libros y múltiplos de ingresos; los cuales son los utilizados para la presente valoración de la empresa Hanesbrands Inc. A continuación se detallan y definen:

Tabla 19: Definición de múltiplos a utilizar

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	DEFINICIÓN
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	Market Price per share/Earnings per share
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBITDA*
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBIT**
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	Market Value of Equity/Book Value of Equity
	VALUE TO BOOK RATIO	(Market Value of Equity + Market Value of Debt)/(Book Value of Equity + Book Value of Debt)
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	(Market Value of Equity)/Revenues
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/Revenues

*EBITDA: Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

**EBIT: Earnings before Interest and Taxes.

Además, las empresas comparables que se utilizaron para el cálculo de los múltiplos de la industria fueron:

- Gap Inc.
- Limited Brands
- Gildan Activewear
- Under Armour
- PVH Corp.

A continuación se detallan los ratios calculados para cada una de las empresas comparables a junio de 2017 y a junio de 2018.

Tabla 20: Múltiplos de Gap Inc.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2017	2018
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	22.0	25.3
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	8.8	12.6
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	12.2	18.1
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	3.1	3.5
	VALUE TO BOOK RATIO	1.4	1.6
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1.3	1.5
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	1.2	1.5

Fuente: Elaboración propia con datos de los Estados Financieros de Gap.

Tabla 21: Múltiplos de Limited Brands.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2017	2018
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	50.4	58.9
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	19.6	19.9
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	29.9	35.2
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	*	*
	VALUE TO BOOK RATIO	2.2	1.9
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2.2	1.5
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3.1	2.4

Fuente: Elaboración propia con datos de los Estados Financieros de Limited Brands.

* No es comparable, ya que el patrimonio de la empresa es negativo

Tabla 22: Múltiplos de Gildan Activewear.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2017	2018
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	35.4	32.9
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	24.9	23.9
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	34.2	34.0
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	3.3	3.1
	VALUE TO BOOK RATIO	2.5	2.1
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	4.9	4.1
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	5.3	4.7

Fuente: Elaboración propia con datos de los Estados Financieros de Gildan Activewear.

Tabla 23: Múltiplos de Under Armour.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2017	2018
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	*	*
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	*	*
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	*	*
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1.8	2.0
	VALUE TO BOOK RATIO	1.2	1.2
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1.7	1.7
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	2.1	2.0

Fuente: Elaboración propia con datos de los Estados Financieros de Under Armour.
* No es comparable, ya que la utilidad de la empresa es negativa.

Tabla 24: Múltiplos de PVH Corp.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2017	2018
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	52.9	37.5
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	28.1	24.0
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	43.2	32.4
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2.0	2.3
	VALUE TO BOOK RATIO	1.2	1.4
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2.6	2.9
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3.3	3.5

Fuente: Elaboración propia con datos de los Estados Financieros de PVH Corp.

Luego, se tomó un promedio de los ratios de cada una de las empresas para el año 2017 y 2018 (a Junio de cada año). Y a su vez, se sacó el promedio de estos dos años para obtener finalmente los ratios de la industria a ser utilizados para calcular el

valor de la empresa y su precio de acción.

Tabla 25: Múltiplos de la Industria

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2017	2018	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	40.2	38.7	39.4
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	20.3	20.1	20.2
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	29.9	29.9	29.9
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2.5	2.7	2.6
	VALUE TO BOOK RATIO	1.7	1.6	1.7
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2.5	2.3	2.4
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3.0	2.8	2.9

Fuente: Elaboración propia.

7.2 Indicadores para la Empresa Hanesbrands

Para efectos de poder despejar de cada fórmula de los ratios el valor de la empresa, patrimonio y finalmente el precio de la acción, se muestran los indicadores de la empresa utilizados:

Tabla 26: Indicadores Hanesbrands (en miles)

ITEM CONTABLE	2018*
PRECIO DE LA ACCIÓN	22.02
UTILIDAD POR ACCIÓN	0.61
EBITDA	419,283
EBIT	353,790
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	767,191
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	7,427,886
VENTAS POR ACCIÓN	8.84
VENTAS	3,186,947

Fuente: Elaboración propia.

* información al 30 de Junio de 2018.

7.3 Valores de Hanesbrands en base a múltiplos de la Industria

Al calcular el precio de la acción para cada uno de los ratios definidos, se llegó a la conclusión que para Hanesbrands, los múltiplos que se tomarán para el cálculo de la valoración del precio de la acción al 29 de Junio de 2018, son:

- Ratio de valor a libro con USD\$21.81 por acción.
- Ratio de precio a ventas con USD\$21.59 por acción.
- Ratio de precio-utilidad con USD\$24.04 por acción.
- Ratio de valor a EBITDA con USD12.15 por acción. Siendo considerablemente mayor el valor de la empresa con respecto a su EBITDA en comparación con su industria.
- Ratio de valor a EBIT con USD\$17,99 por acción. Siendo considerablemente mayor el valor de la empresa con respecto a su EBIT en comparación con su industria.
- Ratio de valor a ventas con USD\$14.40 por acción. Siendo considerablemente mayor el valor de la empresa con respecto a sus ventas en comparación con su industria.

El múltiplo que se dejará por fuera del cálculo de la valoración de Hanesbrands:

- Ratio de precio-valor contable con USD\$5.61, debido a que el patrimonio económico de Hanesbrands se aleja considerablemente de su valor libro (un ratio de 10.3 veces) comparado con la industria (un ratio de 2.6 veces).

En promedio, descartando el múltiplo anterior, el precio de la acción de Hanesbrands al 29 de Junio de 2018 en base a múltiplos de la industria es de USD\$ 18.66, que comparado con el precio de la acción real del mercado en esa fecha (USD\$22.02) es 15% menor.

Tabla 27: Valoración de Hanesbrands en base a múltiplos de la Industria (en miles, excepto precio por acción).

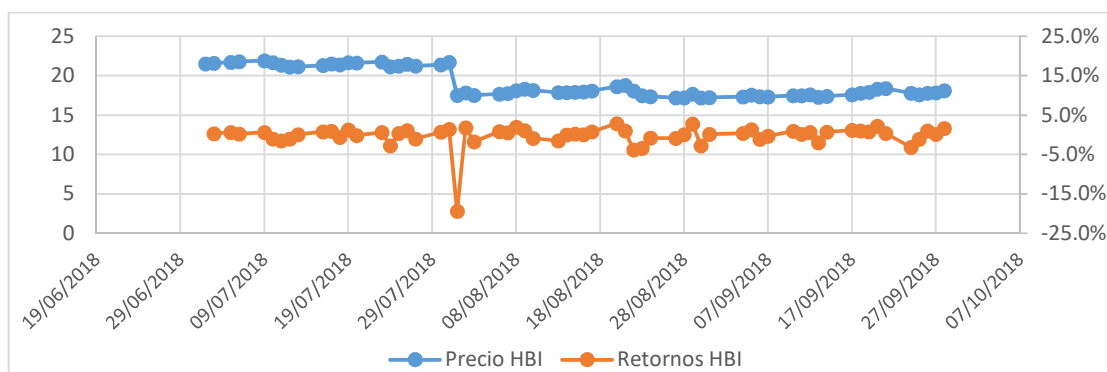
MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-	-	24.04
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	8,479,217	4,378,712	12.15
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	10,584,883	6,484,378	17.99
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	-	2,023,897	5.61
VALUE TO BOOK RATIO	12,360,437	7,861,961	21.81
PRICE TO SALES RATIO (PS)	-	7,785,065	21.59
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	9,292,495	5,191,990	14.40

Fuente: Elaboración propia.
* información al 30 de Junio de 2018.

La valoración calculada en este informe (USD\$18.66) indica una sobrevaloración de un 18% sobre el precio de la acción del mercado (USD\$22.02) al 29 de Junio de 2018. Si se analizan las variaciones del precio de la acción en los meses subsiguientes a la valoración, el precio de Hanesbrands se mantiene alrededor de los \$22 por acción, hasta el 1 de Agosto de 2018 en donde la empresa publica los resultados de su segundo trimestre y ese día cierra con una caída en el precio, bajándolo a \$17.51 por acción.

Esto muestra que al 29 de Junio de 2018 el precio de la acción estaba sobrevalorada en el mercado y el 1 de Agosto de 2018, día en el que Hanesbrands publica la información de su trimestre, el mercado ajusta el precio de la acción y cae un 20%, acercándolo mucho más a la valoración del presente informe.

Gráfico 1: Precio de la acción y retornos de Hanesbrands (HBI) del 29 de Junio de 2018 al 28 de Septiembre de 2018.



8 Conclusiones

Se realizó la valoración de la empresa Hanesbrands Inc. al 30 de junio de 2018 mediante el método de Múltiplos Comparables, para lo cual a) se seleccionaron las empresas comparables para formar la industria b) se recaudó la información financiera de las empresas comparables y se seleccionó la información consistente para los ratios, c) se calcularon los múltiplos de la industria, c) se seleccionó la información financiera de la empresa, y por último, e) se realizaron los reemplazos en los ratios de la industria con información de la empresa para llegar al precio de la acción.

Siguiendo la metodología de Múltiplos Comparables, la empresa tiene un valor por acción promedio de USD\$ 18.66 por acción, con una dispersión de USD\$4.66, que comparado con el precio de la acción cotizada en el NYSE al 29 de junio de 2018 (USD\$ 22.02) es 15% menor. Esto indicaría que la acción está sobrevalorada, pero como se menciona, tiene una gran dispersión entre múltiplos por lo que no es exacto el valor calculado, se debe tomar un rango de valores.

Por otro lado, si se analizan las variaciones del precio de la acción en los meses subsiguientes a la valoración, el precio cae el 1 de Agosto, día en el que la empresa publica sus resultados del segundo trimestre, a USD\$ 17.51 por acción, indicando que el precio de la acción estaba sobrevalorada en el mercado al 29 de Junio de 2018, por lo tanto el mercado ajusta el precio a la baja en 20%.

Esta metodología de valoración es muy sencilla de utilizar pero no toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo, la capacidad de las empresas de generar flujo y los múltiplos no son homogéneos, por lo que se debe analizar por separado. Es por esta razón, que se debería complementar este método con otros métodos de valoración para poder llegar a un resultado más concluyente.

9 Anexos

9.1 Bibliografía

- Hanesbrands Inc. (2018). *Investors: Supplemental Information*. Recuperado de ir.hanesbrands.com/phoenix.zhtml?c=200600&p=irol-irhome#supplemental
- Nasdaq (2018). *Hanesbrands Inc. Institutional Ownership*. Recuperado de <https://www.nasdaq.com/symbol/hbi/institutional-holdings>
- U.S. Securities and Exchange Commission (2018). *Subsidiaries of the Registrant: Hanesbrands*. Recuperado de <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1359841/000119312512066795/d263461dex211.htm>
- Borse Frankfurt (2016). *Hanesbrands 4,625% 5/2024*. Recuperado de http://en.boerse-frankfurt.de/bonds/pricehistory/Hanesbrands_IncDL-Notes_201616-24_RegS-Bond-2024-USU24437AD43/FSE/6.5.2016_19.9.2018#Price_History
- Borse Frankfurt (2016). *Hanesbrands 4,875% 5/2026*. Recuperado de http://en.boerse-frankfurt.de/bonds/Hanesbrands_IncDL-Notes_201616-26_RegS-Bond-2026-USU24437AE26
- Borse Frankfurt (2016). *Hanesbrands Finance Luxembourg 3,500% 6/2024*. Recuperado de http://en.boerse-frankfurt.de/bonds/Hanesbrands_Finance_LU_SCAEO-Notes_201616-24_RegS-Bond-2024-XS1419661118#Master%20Data
- Gap Inc. (2018). *Investors: SEC Filings*. Recuperado de <http://investors.gapinc.com/phoenix.zhtml?c=111302&p=irol-sec>

- L Brands, Inc. (2018). *Investors: SEC Filings*. Recuperado de <http://investors.lb.com/phoenix.zhtml?c=94854&p=irol-sec>
- Gildan Activewear, Inc. (2018). *Investors: Regulatory Filings*. Recuperado de <http://www.gildancorp.com/regulatory#tab-EDGAR>
- Under armour, Inc. (2018). *Investors: Financials*. Recuperado de <https://about.underarmour.com/investor-relations/financials>
- PVH Corp. (2018). *Investor: SEC Filings*. Recuperado de <https://www.pvh.com/investor-relations/sec-filings>
- Statista (2015). *Market growth of the apparel industry worldwide from 2012 to 2020*. Recuperado de <https://www.statista.com/statistics/727541/apparel-market-growth-global/>
- Fashion Network (2018). *US to dominate global activewear market by 2023*. Recuperado de <https://us.fashionnetwork.com/news/US-to-dominate-global-activewear-market-by-2023,1021902.html#.XA8t4fZFwhk>
- Business Insider (2017). *The Growth of Sales in Sportswear*. Recuperado de <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/the-growth-of-sales-in-sportswear-1002249734>
- Market Research (2017). *Thermal Underwear Market*. Recuperado de <https://www.marketresearchfuture.com/press-release/thermal-underwear-market>
- LA News (2017). *U.S. Men's Underwear Market to Grow*. Recuperado de <https://www.lanews.org/u-s-mens-underwear-market-to-grow-at-5-8-cagr-through-2026/>

- Aswath Damodaran (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Second Edition, 382p
- Carlos Maquieira Villanueva. *Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica*.
- Fernández, Pablo (2005). *Valoración de Empresas*. Tercera edición, Gestión 2000.

9.2 Filiales

Las empresa tiene participación del 100%, directa o indirectamente, en todas sus filiales, excepto se indique lo contrario.

9.2.1 Estados Unidos:

Empresa	Ubicación
BA International, L.L.C.	Delaware
Caribesock, Inc.	Delaware
Caribetex, Inc.	Delaware
CASA International, LLC	Delaware
CC Products, LLC	Delaware
Ceibena Del, Inc.	Delaware
Event 1, LLC	Kansas
GearCo, Inc.	Delaware
GFSI Holdings, Inc.	Delaware
GFSI, Inc.	Delaware
Hanes Menswear, LLC	Delaware
Hanes Puerto Rico, Inc.	Delaware
Hanesbrands Direct, LLC	Colorado

Hanesbrands Distribution, Inc.	Delaware
HBI Branded Apparel Limited, Inc.	Delaware
HBI Branded Apparel Enterprises, LLC	Delaware
HBI Playtex BATH LLC	Delaware
Hbi International, LLC	Delaware
HBI Receivables LLC	Delaware
HBI Sourcing, LLC	Delaware
Inner Self LLC	Delaware
Jasper-Costa Rica, L.L.C.	Delaware
Playtex Dorado, LLC	Delaware
Playtex Industries, Inc.	Delaware
Playtex Marketing Corporation (50% owned)	Delaware
Seamless Textiles, LLC	Delaware
UPCR, Inc.	Delaware
UPEL, Inc.	Delaware

9.2.2 Internacional:

Bali Dominicana, Inc.	Panama/DR
Bali Dominicana Textiles, S.A.	Panama/DR
Bordados Industriales, S. A. de C.V.	Honduras
Canadelle Limited Partnership	Canada
Canadelle Holding Corporation Limited	Canada
Cartex Manufacturera S. de R. L.	Costa Rica
CASA International, LLC Holdings S.C.S.	Luxembourg
Caysock, Inc	Cayman Islands
Caytex, Inc.	Cayman Islands

Caywear, Inc.	Cayman Islands
Ceiba Industrial, S. De R.L.	Honduras
Choloma, Inc.	Cayman Islands
Confecciones Atlantida S. De R.L.	Honduras
Confecciones El Pedregal Inc.	Cayman Islands
Confecciones El Pedregal S.A. de C.V.	El Salvador
Confecciones del Valle, S. De R.L.	Honduras
Confecciones Jiboa S.A. de C.V.	El Salvador
Confecciones La Caleta	Cayman Islands
Confecciones La Herradura S.A. de C.V.	El Salvador
Confecciones La Libertad, Ltda de C.V.	El Salvador
DFK International Limited	Hong Kong
Dos Rios Enterprises, Inc.	Cayman Islands
GFSI Canada Company	Canada
GFSI Southwest, S. de R.L. de C.V.	Mexico
Hanes Brands Incorporated de Costa Rica, S.A.	Costa Rica
Hanes Caribe, Inc.	Cayman Islands
Hanes Choloma, S. de R. L.	Honduras
Hanes Colombia, S.A.	Colombia
Hanes de Centroamerica S.A.	Guatemala
Hanes de El Salvador, S.A. de C.V.	El Salvador
Hanes Dominican, Inc.	Cayman Islands
Hanes Menswear Puerto Rico, Inc.	Puerto Rico
Hanes Panama Inc.	Panama
Hanesbrands Apparel India Private Limited	India
Hanesbrands Apparel South Africa (Proprietary) Limited	South Africa

Hanesbrands Argentina S.A.	Argentina
Hanesbrands Australia Pty Limited	Australia
Hanesbrands Brasil Textil Ltda.	Brazil
Hanesbrands Canada NS ULC	Canada
Hanesbrands Caribbean Logistics, Inc.	Cayman Islands
Hanesbrands Chile SpA	Chile
Hanesbrands Dominicana, Inc.	Cayman Islands
Hanesbrands Dos Rios Textiles, Inc.	Cayman Islands
Hanesbrands El Salvador, Ltda. De C.V.	El Salvador
Hanesbrands Europe GmbH	Germany
Hanesbrands Holdings	Mauritius
Hanesbrands International (Shanghai) Co. Ltd.	China
Hanesbrands International (Thailand) Ltd.	Thailand
Hanesbrands Japan Inc.	Japan
Hanesbrands (Nanjing) Textile Co., Ltd.	China
Hanesbrands Philippines Inc.	Philippines
Hanesbrands Sourcing (India) Private Limited	India
Hanesbrands (HK) Limited	Hong Kong
Hanesbrands Poland sp. z o.o.	Poland
Hanesbrands ROH Asia Ltd.	Thailand
Hanesbrands UK Limited	United Kingdom
HBI Alpha Holdings, Inc.	Cayman Islands
Hanesbrands (Vietnam) Company Limited	Vietnam
Hanesbrands Switzerland Holdings GmbH	Switzerland
HBI Beta Holdings, Inc.	Cayman Islands
HBI Compania de Servicios, S.A. de C.V.	El Salvador

HbI International Holdings S.à r.l.	Luxembourg
HbI International Holdings S.à r.l., Luxembourg, Zurich Branch	Switzerland
HbI International/ Jordan Limited Liability Company	Jordan
HBI RH Mexico, S. De R.L. de C.V.	Mexico
HBI Manufacturing (Thailand) Ltd.	Thailand
HBI Risk Management Ltd.	Bermuda
HBI Servicios Administrativos de Costa Rica, S.A.	Costa Rica
HBI Socks de Honduras, S. de R.L. de C.V.	Honduras
HBI Sourcing Asia Limited	Hong Kong
HBI Uno Holdings, Inc.	Cayman Islands
H.N. Fibers Ltd (49% owned)	Israel
Indumentaria Andina S.A.	Argentina
Industria Textilera del Este ITE, S.R.L.	Costa Rica
Industrias Internacionales de San Pedro S. de R.L. de C.V.	Mexico
Inversiones Bonaventure S.A. de C.V.	El Salvador
J.E. Morgan de Honduras, S.A.	Honduras
Jasper Honduras, S.A.	Honduras
Jogbra Honduras, S.A.	Honduras
Manufacturera Ceibena S. de R.L.	Honduras
Manufacturera Comalapa S.A. de C.V.	El Salvador
Manufacturera de Cartago, S.R.L.	Costa Rica
Manufacturera San Pedro Sula, S. de R.L.	Honduras
Playtex Puerto Rico, Inc.	Puerto Rico
PT. HBI Sourcing Indonesia	Indonesia
PTX (D.R.), Inc.	Cayman Islands
Rinplay S. de R.L. de C.V.	Mexico

Seamless Puerto Rico, Inc.	Puerto Rico
Servicios de Soporte Intimate Apparel, S. de R.L.	Costa Rica
Socks Dominicana S.A.	Dominican Republic
Texlee El Salvador, Ltda. de C.V.	El Salvador
The Harwood Honduras Companies, S. de R.L.	Honduras
Wonderbra (HK) Limited	Hong Kong

9.3 Bonos

	<i>Observaciones</i>
Bono	HANESBRANDS 16/24 REGS (ISIN: USU24437AD43)
Nemotécnico: Nemo Bolsa a la que pertenece	FSE
Fecha de Emisión	6/5/2016
Valor Nominal (VN o D)	900,000,000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Extranjera
Fecha de Vencimiento	15/05/2024
Tipo de Bono	Bullet - Senior Unsecured
Tasa Cupón (k_d)	4.625%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	16
Periodo de Gracia	No
Motivo de la Emisión	Sustitución de Pasivos
Clasificación de Riesgo	S&P: BB
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4.634%
Precio de venta el día de la emisión.	99.94
Valor de Mercado	06/05/16: 899,460,000 (bajo la par) 29/06/18: 876,060,000 (bajo la par)

	<i>Observaciones</i>
Bono	HANESBRANDS 16/26 REGS (ISIN: USU24437AE26)
Nemotécnico: Nemo Bolsa a la que pertenece	FSE
Fecha de Emisión	6/5/2016
Valor Nominal (VN o D)	900,000,000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Extranjera
Fecha de Vencimiento	15/05/2026
Tipo de Bono	Bullet - Senior Unsecured
Tasa Cupón (k_d)	4.875%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	No
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos
Clasificación de Riesgo	S&P: BB
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4.868%
Precio de venta el día de la emisión.	100.05
Valor de Mercado	06/05/16: 900,450,000 (sobre la par) 29/06/18: 870,570,000 (bajo la par)

	<i>Observaciones</i>
Bono	HANESBR.FIN.LU 16/24 REGS (ISIN: XS1419661118)
Nemotécnico: Nemo Bolsa a la que pertenece	FSE
Fecha de Emisión	3/6/2016
Valor Nominal (VN o D)	500,000,000
Moneda	EUR
Tipo de Colocación	Extranjera
Fecha de Vencimiento	15/06/2024
Tipo de Bono	Bullet - Senior Unsecured
Tasa Cupón (k_d)	3.500%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	16
Periodo de Gracia	No
Motivo de la Emisión	Inversiones
Clasificación de Riesgo	S&P: BB
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3.282%
Precio de venta el día de la emisión.	101.53
Valor de Mercado	03/06/16: 101.53 (sobre la par) 29/06/18: 507,475,000 (sobre la par)