



**VALORACIÓN HANESBRANDS INC.
MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO**

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Verónica Carolina Nagel Otamendi

Profesor Guía: Mauricio Alejandro Jara Bertin

Panamá, Marzo 2019

Tabla de Contenido

1	Resumen Ejecutivo.....	6
2	Metodología	7
2.1	Principales Métodos de Valoración.....	7
2.2	Modelo de descuento de dividendos.....	7
2.3	Método de Flujos de Caja Descontados	8
2.4	Método de múltiplos.....	11
3	Descripción de la Empresa e Industria	13
3.1	Descripción de la empresa	13
3.2	Descripción de la acción	13
3.3	Industria y competidores.....	14
3.3.1	Principales Competidores.....	15
3.4	Descripción del negocio.....	21
3.4.1	Segmentos	21
3.5	Principales accionistas	24
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	Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	36
7.1	Análisis de crecimiento.....	36
7.1.1	Tasas de crecimiento de ventas de la empresa para los años 2014 al 2018	36
7.1.2	Tasas de crecimiento de la industria para los años 2014 al 2018	37

7.1.3	Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2019 a 2022.	37
7.2	Análisis de los costos de operación	38
7.2.1	Costo de Ventas	38
7.2.2	Gastos de Administración y Ventas	39
7.3	Análisis de cuentas no operacionales	39
7.3.1	Otros Gastos	39
7.3.2	Gastos de Intereses	40
7.4	Análisis de Activos	40
7.4.1	Activos Operacionales	40
7.4.2	Activos No Operacionales	40
8	Proyección de EERR	42
8.1	Proyección de los Ingresos de Operación	42
8.2	Proyección de Costos de Operación	43
8.3	Proyección Resultado No Operacional	44
8.4	Proyección del Impuesto Corporativo	45
8.5	Estados de Resultados Proyectado	56
9	Proyección de Flujos de Caja Libre	57
9.1	Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles	57
9.2	Inversión en Reposición	58
9.3	Nuevas Inversiones en Activo Fijo	59
9.4	Inversión en Capital de Trabajo	59
9.5	Activos Prescindibles	61
9.6	Deuda Financiera y Otras Deudas	62
9.7	Valor terminal	62
9.8	Flujo de Caja Libre	64
10	Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción	65
11	Conclusiones	67
12	Anexos	69
12.1	Bibliografía	69
12.2	Filiales	71
12.2.1	Estados Unidos:	71
12.2.2	Internacional:	72
12.3	Bonos	77

Índice de Tablas

Tabla 1 : Ficha Hanesbrands	14
Tabla 2 : Ficha Gap Inc.....	15
Tabla 3: Ficha Limited Brands Inc.....	16
Tabla 4: Ficha Gildan Activewear Inc.....	17
Tabla 5: Ficha Under Armour Inc.....	18
Tabla 6: Ficha PVH Corp.....	19
Tabla 7: Importancia Relativa Segmento Innerwear	21
Tabla 8: Importancia Relativa Segmento Activewear	22
Tabla 9: Importancia Relativa Segmento Internacional	22
Tabla 10: Importancia Relativa Segmento Otros.....	23
Tabla 11: Principales accionistas.....	24
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: Ventas Netas por segmento (en miles)	36
Tabla 20: Crecimiento de ventas por segmento (% respecto año anterior)	36
Tabla 21: Crecimiento de la Industria Global de Ropa/Apparel (% respecto año anterior)	37
Tabla 22: Tasas de Crecimiento de la Industria para el 2022.....	37
Tabla 23: Cuentas incluidas dentro del Costo de Ventas	38
Tabla 24: Proyección de Cuentas de la Empresa al 2022.....	42
Tabla 25: Resultado de la Proyección de Ventas de Hanesbrands por Segmento para los años 2018-2022 (en miles).....	43
Tabla 26: Proporción de Costos de Operación con respecto a las ventas para los años 2014-2018*	43

Tabla 27: Estadísticas Descriptivas para la proporción de Costos de Operación con respecto a las ventas para los años 2014-2018*.....	43
Tabla 28: Proyección de Costos de Operación para los años 2018P-2022 (en miles).	44
Tabla 29: Proporción de Otros Gastos y Gastos por Intereses sobre las Ventas.	44
Tabla 30: Proyección de Resultado No Operacional 2018-2022.....	45
Tabla 31: Proyección del Estado de Resultados de Hanesbrands Inc.	56
Tabla 32: Depreciación y Amortización de Intangibles	57
Tabla 33: Estadística Descriptiva de la Proporción de Depreciación y Amortización sobre Ventas	57
Tabla 34: Proyección de Depreciación y Amortización de Intangibles.....	57
Tabla 35: Proyección de la inversión por reposición de activos y la proporción sobre ventas.....	58
Tabla 36: Estadística Descriptiva de la Proporción de Inversión en Reposición sobre Ventas	58
Tabla 37: Proyección de Inversión en Reposición para los años 2018-2022 (en miles)	58
Tabla 38: Proyección de Inversión en Activo Fijo para los años 2018*-2022	59
Tabla 39: Cuentas para la determinación del CTON (en miles)	60
Tabla 40: Determinación de RCTON	60
Tabla 41: Proyección de incrementos en Capital de Trabajo (en miles).....	60
Tabla 42: Determinación de exceso/déficit de Capital de Trabajo (en miles)	61
Tabla 43: Determinación Activos Prescindibles al 30 de Junio de 2018 (en miles).	62
Tabla 44: Deudas No Operacionales al 30 de Junio de 2018 (en miles).	62
Tabla 45: Determinación período implícito para Valor Terminal.....	63
Tabla 46: Proyección del flujo de caja libre (en miles de \$USD).....	64
Tabla 47: Valorización económica de Hanesbrands por Flujo de Caja Descontado.....	65
Gráfico 1: Precio de la acción y retornos de Hanesbrands (HBI) del 29 de Junio de 2018 al 28 de Septiembre de 2018	66

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 flujos de caja descontados, el cual es el más utilizado para hacer valoraciones y considera a la empresa como un ente generador de flujos, considerando como regla general que el valor de cualquier activo financiero es el valor presente de sus flujos de caja futuros.

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. Cotiza en la bolsa de valores de New York (NYSE) y al 29 de junio de 2018 su precio es USD\$ 22.02 por acción y su principal fuente de financiamiento son Bonos en dólares americanos.

Los flujos operativos de la empresa se proyectaron con un período explícito de 5 años (a un crecimiento de 3.5%) y se perpetuó el último flujo asumiendo ningún crecimiento, con una tasa de descuento (6.8%) equivalente al costo patrimonial promedio ponderado (WACC). Con estos parámetros, se obtuvo el valor presente neto de los flujos operativos (USD\$ 10,783 millones), que al adicionar los activos prescindibles (USD\$ 1,981 millones) y el exceso de capital de trabajo (USD\$ 202 millones), se obtuvo el valor total de la empresa o activos (USD\$ 12,997 millones). Restando la deuda financiera al valor de la empresa (USD\$ 5,725 millones), se obtuvo además, el valor del patrimonio económico (USD\$ 7,241 millones), que al dividirlo por el número total de acciones transadas, resultó en el precio por acción (USD\$ 20.09).

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.

El método de flujos de caja descontados, es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero; por lo tanto, 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

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

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

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 valorización de bancos e instituciones financieras. 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

Kp= 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

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

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 los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. 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

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

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.

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)

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

- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

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 Nemotécnico	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 Nemotécnico	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 Nemo-técnico	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

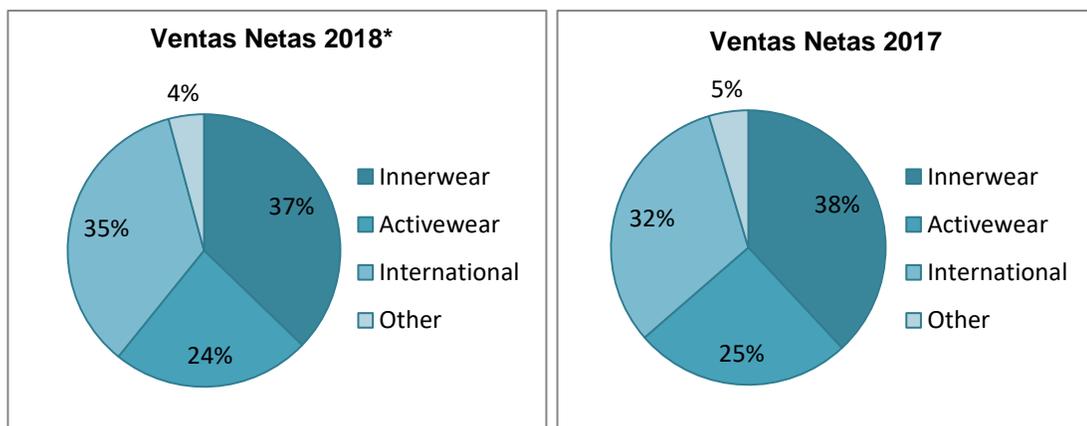
Se compone de otras ventas netas.

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_p)	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 (ultimo día de cotización en 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 2016, 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 (2 años calendario). 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 2 años de tasas efectivas (impuestos pagados / utilidad antes de impuestos), que comprenden las tasas al cierre de Diciembre 2016, Diciembre 2017 y Junio 2018. 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, manteniendo la misma estructura de capital histórica como la objetivo (debido a que existe un cambio significativo en su estructura de endeudamiento en el 2016, que se muestra en la Tabla 15), y 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:

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

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

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

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 Análisis Operacional del Negocio e Industria

7.1 Análisis de crecimiento

7.1.1 Tasas de crecimiento de ventas de la empresa para los años 2014 al 2018

En el caso del 2018, se tiene data real en los Estados Financieros hasta el 30 de Junio, y la empresa hace su proyección de cierre de año con ventas de \$6.72 billones; por lo que para este año en particular, tomaremos este número como mejor proyección. Además, se distribuirán las ventas por segmento, considerando el peso relativo promedio que tienen dentro de la estructura de la empresa del 2017.

Tabla 19: Ventas Netas por segmento (en miles)

Ventas Netas	2014	2015	2016	2017	2018*
Innerwear	\$2,735,268	\$2,609,402	\$2,543,717	\$2,462,876	\$1,185,772
Activewear	\$1,423,068	\$1,605,423	\$1,601,108	\$1,654,278	\$751,910
International	\$798,208	\$1,132,637	\$1,531,913	\$2,054,664	\$1,115,749
Other	\$368,202	\$384,087	\$351,461	\$299,592	\$133,516
Total	\$5,324,746	\$5,731,549	\$6,028,199	\$6,471,410	\$3,186,947

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

Con esto, logramos obtener las tasas de crecimiento en ventas por segmento para los años 2015-2018.

Tabla 20: Crecimiento de ventas por segmento (% respecto año anterior)

	2015	2016	2017	2018*
Innerwear	-4.60%	-2.52%	-3.18%	-3.14%
Activewear	12.81%	-0.27%	3.32%	6.34%
International	41.90%	35.25%	34.12%	17.12%
Other	4.31%	-8.49%	-14.76%	-6.65%
Total	7.64%	5.18%	7.35%	5.29%

Fuente: Elaboración propia con datos de los EEFF
*información comparativa seis meses 2018 vs 2017

7.1.2 Tasas de crecimiento de la industria para los años 2014 al 2018

Tabla 21: Crecimiento de la Industria Global de Ropa/Apparel (% respecto año anterior)

	2015	2016	2017	2018P
Industria Apparel	4.85%	5.18%	5.46%	5.69%

Fuente: Elaboración propia con datos de Statista

Hanesbrands en sus ventas consolidadas ha crecido del 2015 al 2017 más o igual que su industria, excepto en el 2018, que según la proyección de ventas de la empresa para ese año, crecerá 10 puntos bases por debajo de la industria.

7.1.3 Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2019 a 2022.

La empresa se maneja en dos sub-industrias principales, la de Activewear y la de Innerwear, por ello, se hizo una investigación de las tasas de crecimiento compuesto que proyectan para el 2022 los diferentes reportes encontrados, y con esto, se tomó un promedio para estimar la tasa de crecimiento de ambas industrias. Luego, se realizó un promedio ponderado con las ventas de la empresa del 2018 por cada segmento para estimar la tasa de crecimiento de la industria completa de ropa/apparel para ser comparado con las tasas de crecimiento de la empresa.

Tabla 22: Tasas de Crecimiento de la Industria para el 2022.

Proyección según Reportes	2022P
Promedio Activewear	6.70%
Fashion Network	6.50%
Business Insider	6.90%
Promedio Innerwear	6.33%
Market Research Future	6.20%
La News	5.80%
Promedio ponderado Total Industria	6.48%

Fuente: Elaboración propia con tasas publicadas en cada uno de los reportes

7.2 Análisis de los costos de operación

Los costos de operación son los gastos que están relacionados con la operación de un negocio, como el costo de los recursos utilizados por una organización sólo para mantener su existencia. Se pueden dividir en dos: Costo de Ventas y Gastos de Administración y Ventas.

7.2.1 Costo de Ventas

Dentro de los costos de ventas de la empresa, se incluyen cuentas de materia prima, costos de manufactura, producción y distribución (incluyendo costos laborales, costos de operación local, costos de transporte, entre otros; que conforman aproximadamente el 65% del total de costo de ventas), variación de las monedas en sus negocios internacionales, reclamos y descuentos en ventas, costo de productos gratuitos para el programa de incentivos en ventas a los empleados, uan pequeña parte de los costos de adquisición, integración y otros cargos relacionados antes de impuestos, acuerdos de licencia para el uso de marcas registradas de terceros y otros costos (por ejemplo, en el 2017 se incluyeron costos del cierre de la planta en Nanjing, China).

Tabla 23: Cuentas incluidas dentro del Costo de Ventas

=	Costo de Ventas
+	Materia Prima
+	Costos de Manufactura, Producción y Distribución
+	Reclamos y descuentos en ventas
+	Productos gratuitos como incentivo de ventas
+	Adquisiciones antes de impuestos (pequeña parte)
+	Variación de los tipos de cambio de las monedas
+	Acuerdos de licencia
+	Otros costos

Fuente: Elaboración propia

7.2.2 Gastos de Administración y Ventas

Los gastos de administración y ventas comprenden gastos de distribución, gastos laborales, inversión de mercadeo, la mayor parte de los gastos de adquisición, integración y otros cargos relacionados (los cuales incluyen también los traslados de los resultados de las operaciones en moneda extranjera de las adquisiciones a dólares de Estados Unidos), costos de control, costos de los catálogos de los productos, y gastos de investigación y desarrollo. Por otro lado, dentro de estos gastos se encuentran incluidos la depreciación y amortización de intangibles.

A pesar de que la cuenta de gastos de adquisición, integración y otros cargos relacionados es una cuenta no operacional en naturaleza, la empresa ha incurrido en estos gastos de forma consistente en el pasado y espera que puedan ocurrir en el futuro. En esta cuenta se incluyen los gastos legales, tarifas de consultoría, gastos bancarios, cierre de instalaciones, ciertos gastos de contabilidad y otros gastos relacionados.

7.3 Análisis de cuentas no operacionales

En este apartado, se analizarán las cuentas que no forman parte de la naturaleza operativa de la empresa y a su vez, aquellas transacciones que se incluyeron dentro de las cuentas operativas del apartado anterior pero no son recurrentes. Dentro del estado de resultados se muestran claramente las dos cuentas no operacionales: Otros gastos y Gastos de Intereses.

7.3.1 Otros Gastos

Esta cuenta es consistente el 2014 y 2015, siendo aproximadamente un 0.1% de las ventas de la empresa; luego en el año 2016 incurrieron en \$47 millones extra en la redención del bono senior (6.375%) y en el 2017 se refinancia parte de su deuda, incrementando esta cuenta al 0.2% de las ventas. También incluye la venta de cartera (Factoring - cuentas por cobrar) a instituciones financieras. Se considera como una cuenta recurrente porque las deudas adquiridas son de largo plazo y van a seguir incurriendo en estos gastos.

7.3.2 Gastos de Intereses

Esta cuenta incluye los intereses de las deudas de corto y largo plazo, consideramos que es recurrente por que las deudas tienen como objetivo financiar adquisiciones de empresas y la recompra de acciones, que forman parte de programas de la empresa a mantener en el futuro.

7.4 Análisis de Activos

Se realizó un análisis de los activos de la empresa y se dividieron en activos operacionales y no operacionales según la naturaleza de los mismos.

7.4.1 Activos Operacionales

Cuentas por Cobrar Comerciales: Consisten principalmente en montos adeudados por los clientes. Llevan sus cuentas por cobrar a su valor neto de realización.

Inventarios: Cuentan el inventario en su balance general considerando el costo de mercado más bajo estimado. Está determinado por el método del primero en llegar, primero en salir (“FIFO”, por sus siglas en inglés). Está constituido por materia prima, productos en proceso y productos finalizados.

Propiedades: Corresponde a terrenos, edificios y mejoras, maquinaria y equipo, construcciones en proceso y arrendamientos de capital o financieros (alquileres con derecho de compra); menos la depreciación acumulada. La empresa tiene estas propiedades para respaldar sus actividades administrativas, de fabricación, distribución y venta directa.

Otros Activos Corrientes: Incluyen activos derivativos relacionados a manejo de riesgo a exposiciones en los movimientos de tipo de cambio de la moneda extranjera.

Marcas y otros intangibles identificables: Marcas comerciales, acuerdos de licencia, relaciones con clientes y distribuidores y el software de computadora de la empresa.

7.4.2 Activos No Operacionales

Efectivo: La liquidez de la empresa es resultado primordialmente de su fuerte flujo de

efectivo proveniente de sus actividades operativas, lo cual depende en gran medida de los ingresos netos y las variaciones en capital de trabajo.

Activos Corrientes de Operaciones Discontinuas: Activos adquiridos para Hanes Australia en el 2016 por \$46 millones, clasificados como mantenidos para la venta (se recuperará a través de su valor libro y no de su uso continuo) para su uso en su condición actual.

Plusvalía: Monto por el cual el precio de compra excede el valor justo de los activos adquiridos y deudas asumidas en una combinación de negocios.

Activos Por Impuestos Diferidos: Los activos por impuestos diferidos se establecen para las diferencias temporarias entre la base de información financiera y la base del impuesto a las ganancias de activos, así como para las pérdidas operativas realizables y el crédito fiscal acumulado a las tasas impositivas vigentes para los años en que las diferencias se espera que se reviertan. La realización de activos por impuestos diferidos depende de los ingresos gravables futuros en jurisdicciones específicas, cuya cantidad y tiempo son inciertos, y de los posibles cambios en las leyes fiscales y las estrategias de planificación fiscal.

Otros Activos No Corrientes: Incluye el valor neto en libros de los costos de emisión de deuda no amortizada para las “revolving loan facilities” (institución financiera que le permite al prestatario obtener un préstamo comercial o personal en el que el prestatario tiene la flexibilidad de retirar, reembolsar y volver a cotizar los préstamos que se le hayan adelantado).

8 Proyección de EERR

8.1 Proyección de los Ingresos de Operación

El crecimiento de la empresa ha sido irregular durante los años 2014-2017 con respecto al de la industria, debido a que las ventas se mueven más por actividades internas que realizan durante el año, en gran parte por las adquisiciones que han realizado, que por lo que está sucediendo externamente con la industria. Por ejemplo, en el 2017 la empresa creció 7.35%, mientras que la industria se mantuvo por debajo en 5.46%; además, la empresa estima crecer 10 puntos base menos que la industria en el año 2018. Por lo tanto, las perspectivas de crecimiento de la industria encontradas para el 2022, podrían ser una estimación inadecuada para la proyección de ingresos de la empresa hasta ese año.

En el 2018, la empresa publica en una presentación para el inversionista, una tabla con su proyección de ventas y otras cuentas al 2022. Consideramos que ésta es una mejor estimación a utilizar para la proyección de las ventas hasta ese año, ya que toma en cuenta las actividades y estrategias de la empresa. Por lo tanto, supondremos que las ventas crecen constante y progresivamente al 3.5% anual hasta llegar al 2022.

Tabla 24: Proyección de Cuentas de la Empresa al 2022

2022E Ventas	\$7.8 Billones
Crecimiento de Ventas Totales (CAGR %)	3.5%
Inversiones en Capital (CAPEX)	≤1.5% sobre ventas

Fuente: Presentación al Inversor, Agosto 2018

Aplicando la proyección de ventas de la empresa para el 2022 y un crecimiento progresivo de 3.5% del 2018 al 2022, se tiene:

Tabla 25: Resultado de la Proyección de Ventas de Hanesbrands por Segmento para los años 2018-2022 (en miles).

	2018P*	2019P	2020P	2021P	2022P
Ventas Empresa	3,633,053	7,058,700	7,305,755	7,561,456	7,826,107

Fuente: Elaboración propia

*6 meses a partir del 30 de Junio 2018 al 30 de Diciembre 2018

8.2 Proyección de Costos de Operación

A pesar de que algunos de los costos operativos de la empresa son fijos, se tiene una estructura de costos histórica estable (2014-2018*) con respecto a las ventas (1% de desviación estándar), por lo que se tomará el promedio de esta proporción para realizar la proyección.

Tabla 26: Proporción de Costos de Operación con respecto a las ventas para los años 2014-2018*.

	2014	2015	2016	2017	2018*
% Costo de Ventas	64%	63%	62%	62%	61%
% Gastos de Administración y Ventas	25%	27%	25%	27%	27%

Fuente: Elaboración propia con datos de los EEFF

*Información al 30 de Junio de 2018

Tabla 27: Estadísticas Descriptivas para la proporción de Costos de Operación con respecto a las ventas para los años 2014-2018*.

	Promedio	Máximo	Mínimo	Desv Estándar
% Costo de Ventas	62%	64%	62%	1%
% Gastos de Administración y Ventas	26%	27%	25%	1%

Fuente: Elaboración propia

Con el promedio, entonces se procede a proyectar el Costo de Ventas y los Gastos de Administración y Ventas con respecto a la proyección de ventas que se tiene en el apartado anterior.

Tabla 28: Proyección de Costos de Operación para los años 2018P-2022 (en miles).

	2018P*	2019P	2020P	2021P	2022P
Costo de Ventas	2,305,509	4,402,454	4,556,540	4,716,019	4,881,080
Gastos de Administración y Ventas	917,096	1,852,497	1,917,334	1,984,441	2,053,897

Fuente: Elaboración propia

*6 meses a partir del 30 de Junio 2018 al 30 de Diciembre 2018

8.3 Proyección Resultado No Operacional

Como se definió en el análisis de las cuentas no operacionales, todas son recurrentes. Las dos cuentas no operativas del Estado de Resultados son los **Gastos por Intereses y Otros Gastos**.

Para el 2018, la empresa nos da una proyección para estas dos cuentas combinadas de \$207 millones, por lo que se distribuyó proporcionalmente a estas dos cuentas de acuerdo al peso relativo del 2017, debido a que es el año que contiene el efecto completo de las adquisiciones e integraciones, además de otros cambios estructurales que realizó la empresa en el 2016.

Tabla 29: Proporción de Otros Gastos y Gastos por Intereses sobre las Ventas.

	2014	2015	2016	2017	2018*
% Otros Gastos	0.05%	0.06%	0.08%	0.18%	0.39%
% Gastos por Intereses	1.81%	2.06%	2.53%	2.70%	2.96%

Fuente: Elaboración propia con datos de los EEFF

*Información al 30 de Junio de 2018

Además, del 2019 en adelante, se proyectarán estas dos cuentas no operacionales con la proporción de ventas del 2017.

Tabla 30: Proyección de Resultado No Operacional 2018-2022.

	2018P*	2019P	2020P	2021P	2022P
Otros Gastos	10,838	12,394	12,828	13,277	13,742
Gastos por Intereses	89,638	190,265	196,925	203,817	210,950

Fuente: Elaboración propia

*6 meses a partir del 30 de Junio 2018 al 30 de Diciembre 2018

8.4 Proyección del Impuesto Corporativo

Considerando que las nuevas reglas para el impuesto a las ganancias de los Estados Unidos baja la tasa del 35% al 21%, que este país es el mayor mercado de la empresa, que para el 2017, la misma repatria los ingresos de sus mercados internacionales a Estados Unidos, y que además la empresa, con unas eficiencias internas que realiza en la materia, proyecta una tasa para el 2018 del 16%; se tomará esta tasa impositiva para proyectar los años 2019 en adelante, tomando en cuenta que históricamente la empresa ha tenido diversas estrategias para mantenerlo controlado.

8.5 Estados de Resultados Projectado

A partir de los análisis anteriores se estableció el Estado de Resultados proyectado para los años 2018 al 2022 (año en el que el valor se perpetuará):

Tabla 31: Proyección del Estado de Resultados de Hanesbrands Inc.

Estados de Resultados (en miles de USD \$)	2018P*	2019P	2020P	2021P	2022P
Ventas Netas	3,633,053	7,058,700	7,305,755	7,561,456	7,826,107
Costo de Ventas	2,305,509	4,402,454	4,556,540	4,716,019	4,881,080
Margen Bruto	1,327,544	2,656,246	2,749,214	2,845,437	2,945,027
Gastos de Administración y Ventas	917,096	1,852,497	1,917,334	1,984,441	2,053,897
Margen Operativo	410,448	803,749	831,880	860,996	891,131
Otros gastos	10,838	12,394	12,828	13,277	13,742
Gastos por Intereses Neto	89,638	190,265	196,925	203,817	210,950
Ganancia Antes de Impuestos	309,972	601,089	622,127	643,902	666,438
Impuesto a las Ganancias (16%)	51,576	96,174	99,540	103,024	106,630
Ganancia Neta	258,396	504,915	522,587	540,878	559,808

Fuente: Elaboración propia

*6 meses a partir del 30 de Junio 2018 al 30 de Diciembre 2018

9 Proyección de Flujos de Caja Libre

9.1 Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles

Se tiene la siguiente información acerca de la depreciación y amortización de intangibles de la empresa:

Tabla 32: Depreciación y Amortización de Intangibles

	2014	2015	2016	2017
Depreciación	75,977	80,166	81,057	87,595
% sobre ventas	1.43%	1.40%	1.34%	1.35%
Amortización	22,225	23,737	22,118	34,892
% sobre ventas	0.42%	0.41%	0.37%	0.54%

Fuente: Elaboración propia

Tabla 33: Estadística Descriptiva de la Proporción de Depreciación y Amortización sobre Ventas

	Promedio	Máximo	Mínimo	Desv Estándar
Depreciación	1.38%	1.43%	1.34%	0.04%
Amortización	0.43%	0.54%	0.37%	0.07%

Fuente: Elaboración propia

El promedio de proporción de la Depreciación y Amortización sobre las ventas de la empresa tiene poca variabilidad entre los años 2014-2017. Por lo tanto, tomaremos este promedio de ambas cuentas para proyectarlas del 2018 en adelante.

Tabla 34: Proyección de Depreciación y Amortización de Intangibles

	2018P*	2019P	2020P	2021P	2022P
Depreciación	50,170	97,476	100,888	104,419	108,074
Amortización	15,782	30,663	31,737	32,847	33,997

Fuente: Elaboración propia

* 6 meses a partir del 30 de Junio 2018 al 30 de Diciembre 2018

9.2 Inversión en Reposición

La empresa publica en las notas de su Flujo de Efectivo las inversiones en reposición para los años 2014-2017, como sigue:

Tabla 35: Proyección de la inversión por reposición de activos y la proporción sobre ventas

	2014	2015	2016	2017	2018*
Inversión en reposición (en miles)	64,311	99,375	83,399	87,008	40,640
% de Ventas	1.2%	1.7%	1.4%	1.3%	1,3%

Fuente: Elaboración propia con datos de los EEFF

*Información al 30 de Junio de 2018

Tabla 36: Estadística Descriptiva de la Proporción de Inversión en Reposición sobre Ventas

	Promedio	Máximo	Mínimo	Desv Estándar
% Inversión en Reposición / Ventas	1.4%	1.7%	1.2%	0.2%

Fuente: Elaboración propia

La proporción de Inversión en Reposición de Activo Fijo sobre Ventas es bastante estable en los años 2014-2018*, por lo que tomaremos el promedio de 1.42% para proyectar esta cuenta para los años 2018-2022.

Tabla 37: Proyección de Inversión en Reposición para los años 2018-2022 (en miles)

	2018P*	2019P	2020P	2021P	2022P
Inversión en Reposición	96,666	100,050	103,551	107,176	110,927

Fuente: Elaboración propia

*6 meses a partir del 30 de Junio 2018 al 30 de Diciembre 2018

Para el año 2023, que será nuestro primer año de valoración implícita cuyo flujo se perpetuará, la mayor parte de las cuentas permanecerán constantes e imitando al año 2022. En el caso de la inversión en reposición, para poder perpetuar el flujo, esta cuenta debe ser el 100% de la depreciación del período.

9.3 Nuevas Inversiones en Activo Fijo

La empresa publicó en una presentación con información al inversionista en el 2018, una proyección del CAPEX a 2022 menor o igual que 1.5% de las ventas (ver *Tabla 24, sección 8.1*). Por lo tanto, dado que la inversión en reposición es de 1.4% sobre las ventas, y que no se tiene información sobre nuevas adquisiciones, se tomará como nueva inversión en activo fijo el CAPEX proyectado restante (0.1%).

Tabla 38: Proyección de Inversión en Activo Fijo para los años 2018-2022*

	2018P*	2019P	2020P	2021P	2022P
Inversión en Activo Fijo	3,001	5,831	6,035	6,246	-

Fuente: Elaboración propia

*6 meses a partir del 30 de Junio 2018 al 30 de Diciembre 2018

El 2022, no tendrá nuevas inversiones en activo fijo, debido a que no existirán aumentos en las ventas proyectadas hacia adelante, ya que se tomará desde el 2023 una perpetuidad constante.

9.4 Inversión en Capital de Trabajo

Para determinar el capital de trabajo de la empresa se analizó el CTON (Capital de Trabajo Operacional Neto), considerando las cuentas operacionales en el activo menos las del pasivo que no generan intereses:

Tabla 39: Cuentas para la determinación del CTON (en miles)

	2014	2015	2016	2017	2018*
(+) Activo	3,675,892	3,949,675	4,792,946	4,991,652	5,446,644
Cuentas por cobrar comerciales	672,048	680,417	836,924	903,318	973,807
Inventarios	1,537,200	1,814,602	1,840,565	1,874,990	2,112,211
Otros Activos Corrientes	101,064	103,679	137,535	186,496	132,757
Marcas y otros activos intangibles identificables	691,201	700,515	1,285,458	1,402,857	1,610,567
Propiedades	674,379	650,462	692,464	623,991	617,302
(-) Pasivo	621,220	672,972	761,647	867,649	935,176
Cuentas por pagar	621,220	672,972	761,647	867,649	935,176
(=) CTON	3,054,672	3,276,703	4,031,299	4,124,003	4,511,468

Fuente: Elaboración propia con datos de los EEFF

*Información al 30 de Junio de 2018

Con el ello, se establece el RTON, como porcentaje de CTON sobre Ventas para cada año.

Tabla 40: Determinación de RCTON

	2014	2015	2016	2017	2018*	
CTON (en miles)	3,054,672	3,276,703	4,031,299	4,124,003	4,511,468	
Ventas (en miles)	5,324,746	5,731,549	6,028,199	6,471,410	3,186,947	Promedio
RCTON (% ventas)	57.4%	57.2%	66.9%	63.7%	70.8%	63.2%
RCTON (días ventas)	207	206	241	229	255	227.5

Fuente: Elaboración propia con datos de los EEFF

*Información al 30 de Junio de 2018

Luego, el promedio de RTON para los años 2014 al 30 de Junio de 2018 es de 63.2%, el cual usaremos para proyectar la necesidad de Capital de Trabajo para los años 2018 - 2022 como variación de las ventas contra el año anterior.

Tabla 41: Proyección de incrementos en Capital de Trabajo (en miles).

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Aumento (disminución) de Capital de Trabajo	150,819	156,098	161,561	167,216	-

Fuente: Elaboración propia

Para el año 2022, el capital de trabajo, al no existir diferencia en las ventas proyectadas hacia adelante, debe permanecer sin incremento o variación.

Además, para calcular si existe un déficit o exceso de capital de trabajo, se comparará el primer semestre del 2018 (real al 30 de Junio) contra el segundo semestre proyectado.

Tabla 42: Determinación de exceso/déficit de Capital de Trabajo (en miles)

(+) Activo	5,446,644
Cuentas por cobrar comerciales	973,807
Inventarios	2,112,211
Otros Activos Corrientes	132,757
Marcas y otros activos intangibles identificables	1,610,567
Propiedades	617,302
(-) Pasivo	935,176
Cuentas por pagar	935,176
(=) CTON a Junio 2018*	4,511,468
CTON Proyectado a Diciembre 2018**	4,309,121

Fuente: Elaboración propia con datos de los EEFF

*Información al 30 de Junio de 2018. ** Proyección del 2do semestre

El CTON al 30 de Junio de 2018 fue de \$4,511 millones, pero la proyección de CTON al cierre del segundo semestre de 2018 es de \$4,309 millones (utilizando el promedio del RCTON como % de ventas por la proyección del ventas del segundo semestre del 2018), por lo tanto, se tiene un exceso de capital de trabajo de \$202.3 millones.

9.5 Activos Prescindibles

Según lo establecido en la sección 7.4.2 Activos No Operacionales, detallamos a continuación las cuentas consideradas como activos prescindibles, valorados al 30 de junio de 2018:

Tabla 43: Determinación Activos Prescindibles al 30 de Junio de 2018 (en miles).

Plusvalía	1,259,010
Efectivo	397,971
Impuestos Diferidos	218,269
Otros activos no corrientes	105,992
Total Activos Prescindibles	1,981,242

Fuente: Elaboración propia con datos de los EEFF

9.6 Deuda Financiera y Otras Deudas

La deuda financiera de la empresa, según lo establecido en la identificación de la estructura de capital de la empresa, sección 5.1, corresponde a \$4,498 millones al 30 de Junio de 2018. Además, las cuentas del pasivo que no forman parte del capital de trabajo, ni de la deuda financiera, corresponden a \$1,227 millones al 30 de Junio de 2018.

Tabla 44: Deudas No Operacionales al 30 de Junio de 2018 (en miles).

Deuda Financiera	4,498,476
Otras Pasivos	1,227,043
Total Deudas No Operacionales	5,725,519

Fuente: Elaboración propia con datos de los EEFF

9.7 Valor terminal

El valor terminal corresponde al último año proyectado del flujo de caja libre (2022) con la excepción que la inversión en reposición será el 100% de la depreciación, adicional se asumirá que la empresa no hará inversiones nuevas en activos fijos para

aumentar su capacidad por lo tanto al flujo de caja libre resultante (2023) se le aplicará una perpetuidad sin crecimiento en el periodo 2022 (t-1).

De esta forma el valor terminal corresponde

$$Valor\ Terminal_{2022} = \frac{FCL_{2023}}{K_0}$$

Tabla 45: Determinación período implícito para Valor Terminal

Estados de Resultados (en miles de USD \$)	2022P	2023P
Ventas Netas	7,826,107	7,826,107
Costo de Ventas	4,881,080	4,881,080
Margen Bruto	2,945,027	2,945,027
Gastos de Administración y Ventas	2,053,897	2,053,897
Margen Operativo	891,131	891,131
Otros gastos	13,742	13,742
Gastos por Intereses Neto	210,950	210,950
Ganancia Antes de Impuestos	666,438	666,438
Impuesto a las Ganancias (16%)	106,630	106,630
Ganancia Neta	559,808	559,808
Depreciación	108,074	108,074
Amortización	33,997	33,997
Otros Gastos	11,543	11,543
Intereses	177,198	177,198
FLUJO DE CAJA BRUTO	890,620	890,620
Inversión en Reposición	108,701	108,701
Inversión en Activo Fijo	-	-
(+/-) Capital de Trabajo	-	-
FLUJO DE CAJA LIBRE	781,919	782,547
Valor Terminal	11,533,479	

Fuente: Elaboración propia

9.8 Flujo de Caja Libre

Tabla 46: Proyección del flujo de caja libre (en miles de \$USD)

	2018P*	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Ventas Netas	3,633,053	7,058,700	7,305,755	7,561,456	7,826,107	7,826,107
Costo de Ventas	2,305,509	4,402,454	4,556,540	4,716,019	4,881,080	4,881,080
Margen Bruto	1,327,544	2,656,246	2,749,214	2,845,437	2,945,027	2,945,027
Gastos de Administración y Ventas	917,096	1,852,497	1,917,334	1,984,441	2,053,897	2,053,897
Margen Operativo	410,448	803,749	831,880	860,996	891,131	891,131
Otros Gastos	10,838	12,394	12,828	13,277	13,742	13,742
Gastos por Intereses Neto	89,638	190,265	196,925	203,817	210,950	210,950
Ganancia Antes de Impuestos	309,972	601,089	622,127	643,902	666,438	666,438
Impuesto a las Ganancias (16%)	51,576	96,174	99,540	103,024	106,630	106,630
Ganancia Neta	258,396	504,915	522,587	540,878	559,808	559,808
Depreciación	50,170	97,476	100,888	104,419	108,074	108,074
Amortización	15,782	30,663	31,737	32,847	33,997	33,997
Otros Gastos	9,104	10,411	10,776	11,153	11,543	11,543
Gastos por Intereses Neto	75,296	159,823	165,417	171,206	177,198	177,198
FLUJO DE CAJA BRUTO	408,748	803,288	831,403	860,503	890,620	890,620
Inversión en reposición	50,462	98,042	101,474	105,025	108,701	108,074
Inversión en Activo Fijo	4,034	7,838	8,113	8,397	-	-
Aumentos (disminuciones) capital de trabajo	150,819	156,098	161,561	167,216	-	-
FLUJO DE CAJA LIBRE DEL PERÍODO	203,433	541,310	560,256	579,865	781,919	782,547
Valor Terminal					11,533,479	
FLUJO DE CAJA LIBRE TOTAL	203,433	541,310	560,256	579,865	12,315,398	-

Fuente: Elaboración propia

*6 meses a partir del 30 de Junio 2018 al 30 de Diciembre 2018

10 Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

A través del método de flujos descontados se realizó la valoración de la empresa Hanesbrands, trayendo a valor presente del 30 de Junio de 2018, a la tasa WACC de 6.785% los flujos de caja libre de la *tabla 46*.

A continuación determinamos el valor de la acción bajo los supuestos realizados a lo largo del informe:

Tabla 47: Valorización económica de Hanesbrands por Flujo de Caja Descontado (en miles)

VP Activos Operacionales	10,783,307
Activos prescindibles	1,981,242
Exceso / deficit Capital de Trabajo	202,347
Valor Total de la Empresa	12,966,896
Deuda financiera	4,498,476
Otros Pasivos No Operativos	1,227,043
Patrimonio Económico	7,241,377
# Acciones	360,503,574
Precio de la acción (en USD)	20.09

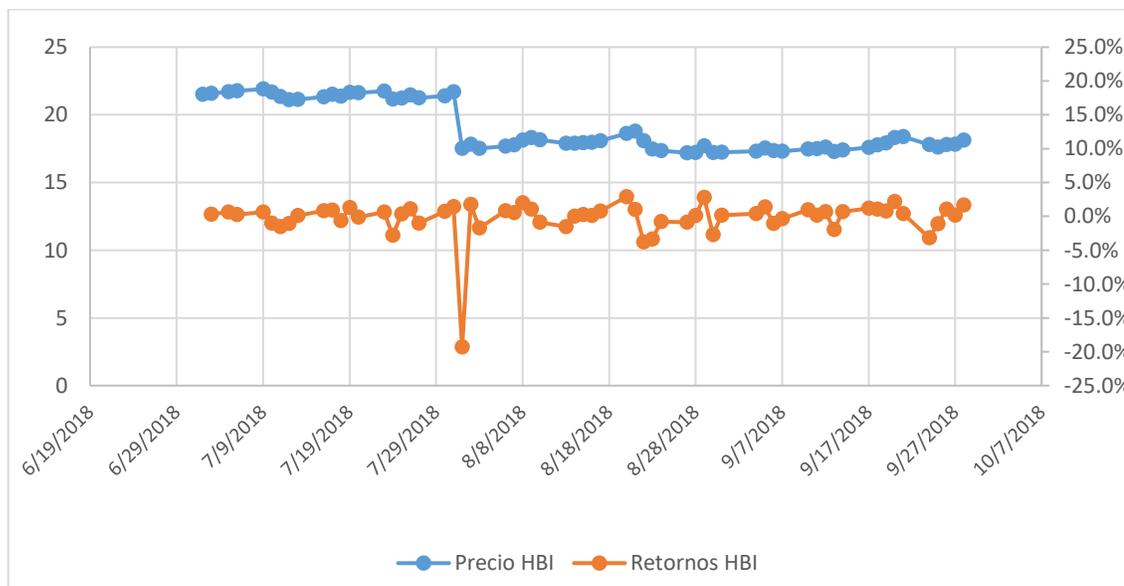
Fuente: Elaboración propia

La acción de la empresa Hanesbrands (HBI) fue cotizada en el mercado de valores (NYSE), al 29 de Junio de 2018, a un precio de \$22.02 por acción.

La valoración calculada en este informe (USD\$20.09) indica que el precio de la acción real del mercado (USD\$22.02) al 29 de Junio de 2018 está sobrevalorado en un 10%. 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%, castigando el precio aún más que el calculado en el 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



Fuente: Yahoo Finance

11 Conclusiones

Se realizó la valoración de la empresa al 30 de junio de 2018 mediante el método de Flujos de Caja Descontados (FCD), para lo cual a) se evaluó la estructura de capital histórica y objetivo, b) se estimó el costo patrimonial (Costo de Capital Promedio Ponderado: WACC), el cual es uno de los parámetros más sensibles de este modelo, c) se realizó un análisis operacional de la empresa y la industria para estimar la tasa de crecimiento de las ventas y así proyectar los estados financieros de la empresa, d) se proyectaron los Flujos de Caja Libre de acuerdo a normas IFRS (incluyendo depreciación y amortización, CAPEX y Capital de Trabajo), y por último, e) se realizó la valoración económica de la empresa y su precio de la acción.

Los supuestos utilizados para realizar los cálculos de valoración fueron:

- Estructura de capital: se utilizó un promedio de los años 2016 al 2018, asumiendo que la histórica es igual a la objetivo.
- Costo Patrimonial: se utilizó como benchmark el índice S&P 500 para la estimación del beta de la acción
- Tasa de crecimiento: se proyectaron las ventas a una tasa de crecimiento conservadora de 3.5% (tasa publicada por la empresa en las proyecciones de resultados al 2022 para inversionistas), a pesar que la industria tiene estudios con proyecciones de 6.5%.
- Tasa de impuestos corporativa: se utilizó una tasa de 16% de acuerdo a proyecciones de la empresa.
- CAPEX: se utilizó una proporción de 1.5% sobre las ventas, basada en la publicación para inversionistas con proyecciones al 2022.
- Período explícito de 5 años para la proyección de flujos operativos.
- Valor implícito final: perpetuidad sin crecimiento

De acuerdo con estos supuestos y siguiendo la metodología de FCD, la empresa tiene un valor de patrimonio económico de USD\$ 7,241,377,000, al cual corresponde un precio de USD\$ 20.09 por acción, que comparado con el precio de la acción cotizada en el NYSE al 29 de junio de 2018 (USD\$ 22.02) es 10% menor. Esto indicaría que la

acción podría estar levemente sobrevalorada. Ahora, teniendo la información de los meses subsiguientes a la valoración el precio de la acción baja 20% quedando incluso por debajo del valor de este estudio, lo que confirma que la acción estaba sobrevalorada.

12 Anexos

12.1 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.

12.2 Filiales

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

12.2.1 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

12.2.2 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

12.3 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)