



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Maestría en Finanzas

Valuación DE Carter's Inc.

Autora: Alicia Lohrengel

DNI: 39726874

Mentor de Tesis: Alejandro Loizaga

Victoria, Buenos Aires, 2018



Maestría en Finanzas
Orientación: Finanzas Corporativas

TRABAJO FINAL DE GRADUACIÓN
VALUACIÓN DE CARTER'S INC.

Autor: Alicia Lohrengel
Director: Alejandro Loizaga

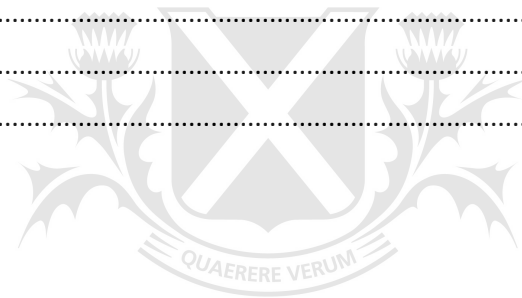
ÍNDICE

Contenido

| | |
|--|----|
| 1. Abstracto | 5 |
| 2. La industria indumentaria | 6 |
| 3. La compañía | 8 |
| 3.1. Introducción | 8 |
| 3.2 Las marcas | 9 |
| 3.2.1 Carter's | 9 |
| 3.2.2 OshKosh..... | 10 |
| 3.3. Marca y Desarrollo de producto | 10 |
| 3.4. Posicionamiento de la marca | 10 |
| 3.5. El mercado..... | 11 |
| 4. Valuación..... | 12 |
| 4.1. Métodos de valuación..... | 12 |
| 4.1.1. Opciones reales | 12 |
| 4.1.2.Valuación por múltiplos: | 12 |
| 4.1.3 Flujo de fondos descontados | 13 |
| 4.2. Descripción del método | 15 |
| 4.2.1. Horizonte de proyección | 15 |
| 4.2.2. Inversiones | 16 |
| 4.2.3. Valor terminal..... | 16 |
| 4.2.4 Determinación de la Ku | 17 |
| 4.2.5. Determinación del Beta Desapalancado | 17 |
| 5. Variables conductoras de Valor | 19 |
| 5.1. MACRO | 19 |
| 5.1.1. PBI Mundial | 19 |
| 5.2.2. Tipo de cambio:..... | 21 |
| 5.3.3. Tasa de inflación global:..... | 22 |
| 5.2. MICRO | 24 |
| 5.2.1. Principales distribuidores mayoristas | 24 |
| 5.2.2. Proveedores: | 24 |

| | | |
|---------|---|----|
| 6. | Información financiera de la compañía..... | 25 |
| 6.1. | Principales indicadores y ratios:..... | 25 |
| 6.2 | Breve reseña..... | 26 |
| 6.3 | Análisis de las ventas netas consolidadas:..... | 27 |
| 6.4 | Ganancia Bruta y margen bruto..... | 28 |
| 6.5 | Gastos generales, de ventas y de administración (SG&A)..... | 29 |
| 6.6. | Ingresos por licencias..... | 29 |
| 6.7. | Ingreso Operativo..... | 29 |
| 6.8. | Intereses..... | 30 |
| 6.9. | Condiciones financieras, Capital propio y liquidez..... | 31 |
| 6.10. | Caja..... | 31 |
| 6.11 | Inversiones..... | 31 |
| 6.12. | Deuda:..... | 32 |
| 6.13. | Dividendos:..... | 33 |
| 6.14. | Intereses de la deuda:..... | 34 |
| 6.15. | Perspectivas de liquidez..... | 34 |
| 6.16. | Efectos de inflación y deflación..... | 34 |
| 7. | Modelización..... | 35 |
| 7.1. | Proyección del flujo de fondos..... | 35 |
| 7.1.1. | Horizonte de proyección:..... | 35 |
| 7.1.2. | Ingreso por ventas..... | 35 |
| 7.1.3. | Justificación del porcentaje de crecimiento de ventas proyectado..... | 36 |
| 7.1.4. | Ingresos por licencias..... | 39 |
| 7.1.5. | Costo de la mercadería vendida..... | 39 |
| 7.1.6. | Gastos generales de Administración..... | 39 |
| 7.1.7. | Amortizaciones y depreciaciones..... | 40 |
| 7.1.8. | Capital de trabajo..... | 40 |
| 7.1.9. | Inversiones..... | 40 |
| 7.1.10. | Escudo Fiscal..... | 40 |
| 7.2. | Determinación de la tasa de descuento..... | 41 |
| 7.2.1. | Determinación de la Ku..... | 41 |
| 7.2.2. | Tasa libre de Riesgo:..... | 41 |
| 7.2.3. | Rendimiento de mercado:..... | 42 |
| 7.2.4. | Beta:..... | 42 |
| 7.2.5. | Valor Terminal..... | 44 |

| | |
|--|----|
| 7.2.6. Tasa de crecimiento supuesta:..... | 44 |
| 8. Escenarios..... | 44 |
| 8.1. Escenario base..... | 44 |
| 8.2. Análisis de sensibilidad:..... | 47 |
| 8.2.1 Aumento de la Ku..... | 47 |
| 8.2.2. Disminución de la Ku..... | 48 |
| 8.3. ESCENARIO POSITIVO..... | 50 |
| 8.4. ESCENARIO NEGATIVO..... | 52 |
| 9. Reseña del precio de la acción durante el último año..... | 54 |
| 10. Conclusión..... | 56 |
| 11. Anexos..... | 57 |
| 11.1. ANEXO 1..... | 57 |
| 11.2. ANEXO 2..... | 58 |
| 11.3 ANEXO 3..... | 59 |
| 12. Bibliografía..... | 60 |



Universidad de
San Andrés

1. Abstracto

La industria de la indumentaria a nivel mundial ha ido mejorando la cercanía entre la oferta y la demanda, trayendo nuevas oportunidades para las marcas repensando sus modelos de negocio digitalizando la cadena de abastecimiento y de aprovisionamiento. Herramientas como las redes sociales, las comunicaciones móviles, el análisis y “la nube” marcan el escenario para esta convergencia, uniendo no sólo flujos físicos de materiales, productos y suministros, sino también talento, información y finanzas.

Para los fabricantes, la digitalización de sus procesos ayuda a racionalizar los costos administrativos, le da un mayor control sobre la producción y su capacidad del día a día y les permite hacer ajustes operacionales rápidamente. La digitalización es clave para la eficiencia de la cadena de abastecimiento, mejores costos de adquisición y mejores oportunidades de aprovisionamiento.

Carter's Inc. es la corporación que lidera la participación en el mercado en la industria indumentaria, enfocada en bebés recién nacidos hasta niños adolescentes en Norte América. Su visión se centra en los siguientes puntos:

- ✓ Proveer la mayor calidad y valor en la experiencia para la indumentaria de bebés y niños.
- ✓ Ampliar el alcance de las marcas a través del modelo de negocio multicanal.
- ✓ Mejorar la productividad y los márgenes de ganancia.

El presente trabajo tiene como objetivo realizar la valuación de Carter's Inc. Se usará el método de Flujo de Fondos Descontados. Luego se comparará el valor teórico de la acción obtenido, con los que cotizan las acciones en la bolsa de Estados Unidos, y se realizarán las conclusiones correspondientes.

2. La industria indumentaria

En la industria indumentaria, los principales motores de crecimiento son la innovación en los productos, la fusión y adquisición de empresas y las estrategias de marketing detrás de la marca.

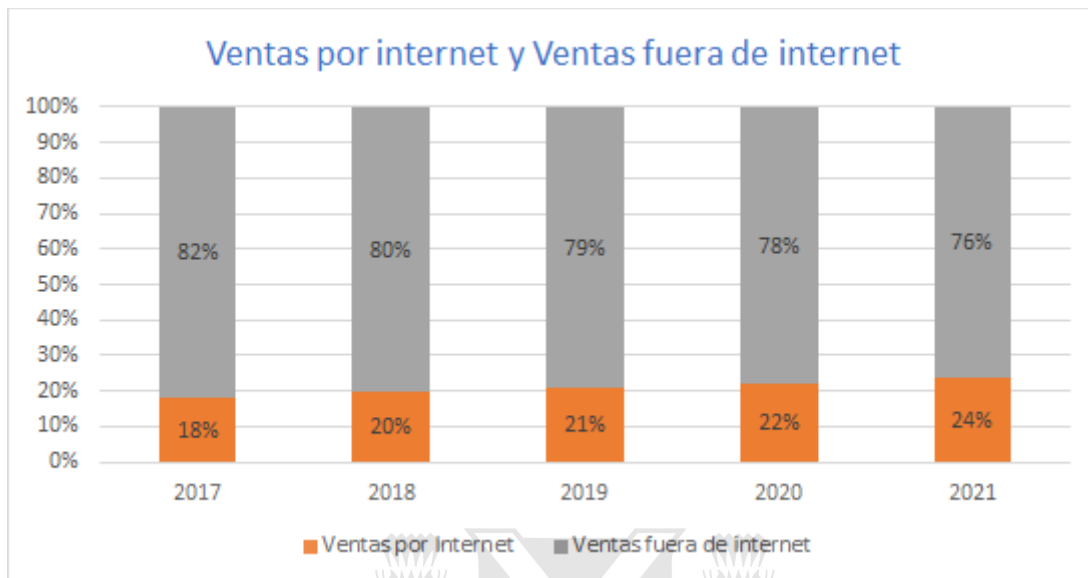
Para poder ganar participación en el mercado, las empresas definen estrategias de adquisición y fusión con otras compañías permitiendo a la empresa ir ganando posicionamiento en el mercado y generando sinergia en sus ventas, mejorando el desempeño general de la compañía. De esta manera también pueden desarrollar innovaciones que permitan añadir valor al negocio.

En esta industria, y en particular en el caso de ropa para bebés, existe muy poca diferenciación en las propuestas de los productos entre los principales competidores, por lo que es muy importante para las compañías la innovación tecnológica para poder diferenciarse del resto e ir ganando competitividad.

Los costos de las materias primas son relativamente bajos. Por otro lado, los precios de los productos terminados tienden a ser altos en relación a sus costos, permiten generar márgenes brutos altos.

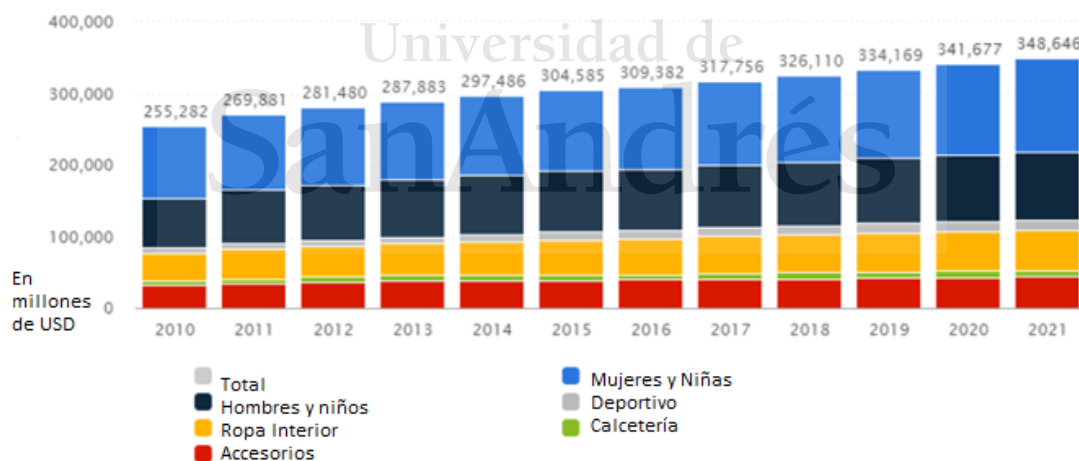
La industria de la indumentaria a nivel mundial ha ido mejorando la cercanía entre la oferta y la demanda, trayendo nuevas oportunidades para las marcas repensando sus modelos de negocio digitalizando la cadena de abastecimiento y de aprovisionamiento. Herramientas como las redes sociales, las comunicaciones móviles, el análisis y “la nube” marcan el escenario para esta convergencia, uniendo no sólo flujos físicos de materiales, productos y suministros, sino también talento, información y finanzas.

En el siguiente gráfico se puede observar cómo se espera que las ventas on-line vayan ganando participación a lo largo de los años respecto a las ventas totales en los Estados Unidos:



Fuente: www.statista.com

En el siguiente gráfico se pueden observar la evolución de ventas de la industria desde el año 2010, y las esperadas a partir del año 2018 en Estados Unidos:



Fuente: www.statista.com

3. La compañía

3.1. Introducción

Carter's, INC. es la marca de vestimenta exclusiva para bebés y niños más comercializada en U.S. y Canadá. Está entre las dos marcas más reconocidas y confiables dentro de la industria de vestimenta para niños: Carter's y Oshkosh B'gosh.

Fundada en 1865, la marca Carter's es reconocida por los consumidores por su alta calidad en vestimenta para bebés recién nacidos hasta niños de 8 años. Fundada en 1985, OshKosh es una marca renombrada por consumidores por la vestimenta de bebés recién nacidos hasta niños de 14 años. Está enfocada en ropa de juegos y accesorios para niños hasta adolescentes.

Las marcas ofrecen un producto diferenciado y están muy bien ubicadas en el mercado. Dentro de los USD 20.7 billones que conforman el mercado de indumentaria de bebés de 0 hasta niños de siete años en U.S., la marca Carter's tiene la posición número 1 con un 14,9% de cuota de mercado y la marca OshKosh representa un 2,9%.

La compañía comercializa productos de alta calidad, así como también múltiples categorías de productos, incluyendo ropa para dormir, para juegos y accesorios. El modelo de negocios se basa en múltiples canales de comercialización: tiendas de retail, compras por internet y mayoristas, permitiendo a la marca llegar a una muy amplia variedad de consumidores alrededor del mundo. A diciembre 2017, los canales incluyeron aproximadamente 18.000 puntos de negocios mayoristas (incluyendo centros comerciales, grandes cadenas comerciales, tiendas especiales y retailers. 192 tiendas en U.S., 164 tiendas en Canadá, y las páginas web de U.S. y Canadá.

La compañía tiene una vasta experiencia en el mercado de vestimenta de bebés y niños y está enfocada en ofrecer productos que satisfagan las necesidades de los clientes. La estrategia de largo plazo está enfocada en:

- Proveer la mejor relación entre costo y calidad para el mercado.
- Extender el alcance de las marcas mejorando la conveniencia de comprar las mismas y fortaleciendo las operaciones internacionales.

- Aumentar la rentabilidad reforzando la logística de distribución y las fuentes de abastecimiento directos, tal como lo establecen las disciplinas de gestión de inventarios.

Por el año fiscal 2017 y para todos los años fiscales presentados en el Balance Anual, el negocio de la compañía se desarrolló a través de cinco segmentos: Carter's Retail, Carter's mayorista, OshKosh retail, OshKosh mayorista e Internacional. Los segmentos Carter's y OshKosh retail, están compuestos por ingresos por ventas de productos en los Estados Unidos, incluyendo productos a través de Carter's y OshKosh retail, y compras por internet, respectivamente. De igual modo, Carter's y OshKosh mayorista, consiste en ingresos por ventas en los Estados Unidos incluyendo productos Carter's y OshKosh, respectivamente, a través de los mayoristas asociados. Finalmente, el segmento internacional consiste en ingresos por ventas de productos de Carter's y OshKosh a través de retails y compras por internet, fuera de los Estados Unidos, principalmente a través de las tiendas de retail y compras por internet en Canadá y tiendas manejadas por asociados internacionales.

3.2 Las marcas

3.2.1 Carter's

Bajo la marca Carter's, se diseñó la comercialización de productos para talles que van desde recién nacidos hasta los ocho años. El foco está en lo esencial. Estos productos incluyen, bodys, set de prendas, pijamas, baberos, sábanas, ropa de abrigo, zapatos, ropa para pileta, ropa para juegos, y accesorios. Se cree que la mayoría de estos productos son de primera necesidad, por lo que no están tan afectados a los cambios de moda o ciclos económicos. Carter's es la marca líder en categoría bebés en Estados Unidos. En el año fiscal 2017, el modelo de negocio multi-canal, permitió que la marca Carter's mantenga su cabeza en posición de mercado en Estados Unidos por aproximadamente 25% para el sector del mercado de las edades desde 0 hasta 2 años, el cual representa casi 5 veces el market share de OshKosh.

3.2.2 OshKosh

Bajo la marca OshKosh, se diseñó la comercialización de productos de vestimenta para juegos de alta calidad para niños, principalmente para las edades desde recién nacidos hasta 14 años. OshKosh incluye ropa de jean, enteritos, camisas, remeras, polares y otras prendas para juegos. La marca está posicionada con unos precios ligeramente más bajos que Carter's. Se cree que la marca OshKosh tiene un reconocimiento significativo, en la que los consumidores asocian alta calidad, durabilidad, y originalidad prendas para niños.

La marca representa una oportunidad importante para la compañía para aumentar la posición de mercado en la categoría prendas para jugar, ya que el mercado de vestimenta para niños en Estados Unidos está altamente fragmentado. La compañía tiene el objetivo de hacer crecer este negocio consolidando la oferta de los productos, mejorando el valor de cada producto, reduciendo la complejidad y potenciando las fuertes relaciones con los clientes y las cadenas de suministros globales.

3.3. Marca y Desarrollo de producto

La compañía tiene un equipo multidisciplinario, enfocado en el desarrollo de las marcas Carter's y OshKosh. Este equipo es altamente calificado y experimentado en identificar y desarrollar en alta escala, productos de alta calidad. Cada equipo incluye las siguientes áreas: arte, diseño, abastecimiento, desarrollo de productos, y planificación. El equipo sigue una disciplina que se orienta al mejor aprovechamiento de las telas, selección de colores y productividad. También se concede el nombre de la marca a otras compañías para crear una colección amplia de productos incluyendo ropa para cama, calcetines, calzados, decoración de habitaciones, muebles, bolsos y juguetes. El equipo de licencias maneja el uso de diseños, arte y estrategias de ventas.

3.4. Posicionamiento de la marca

La visión es ser líder en el mercado de vestimenta para bebés y niños y proveer sistemáticamente productos de alta calidad a un precio competitivo. Se emplea una estrategia de marketing identificada y enfocada en los productos esenciales. La marca se

fortaleció diferenciando los productos a través del mejoramiento en las telas, nuevas aplicaciones artísticas, y nuevos empaques junto con estrategias de presentación. Se invirtió en exhibidores en las tiendas mayoristas donde se presentan los productos en el piso de una manera clara y persuasiva con el objetivo de reforzar la presentación del producto. También se hace el mayor esfuerzo con los mayoristas en proveer el más alto nivel de servicio, incluyendo el envío del producto y la reposición de stocks para satisfacer con las necesidades de los clientes. Las tiendas de *retail* y las compras on-line se centran en la experiencia del consumidor dentro de la tienda o la página web, teniendo como puntos más importantes la estética visual, una clara presentación del producto, y un experimentado servicio al cliente.

3.5. El mercado

El mercado de vestimenta para bebés y niños es muy competitivo. El mismo generalmente se basa en varios factores: calidad del producto, reconocimiento del nombre de la marca, precio, servicio y conveniencia. Tanto los productos de marcas genéricas como los de marcas reconocidas, son agresivamente competitivos en el mercado de vestimenta para bebés y niños. Los principales competidores en los canales mayoristas son Disney, Garanimals y Gerber. Los principales competidores en los canales de *retail* son: Disney, Gap, Gymboree, Old Navy, and The Children's Place. Algunos retailers, incluyendo los clientes mayoristas, tienen marcas privadas importantes que compiten con las marcas. Dada la alta fragmentación natural del mercado de la industria, también se compete con pequeños fabricantes y retailers. Se cree que los siguientes factores posicionan a Carter's y OshKosh muy bien frente a sus competidores: variedad de productos, distribución eficaz y amplia experiencia operativa.

4. Valuación

4.1. Métodos de valuación

Conocemos múltiples métodos de valuación. En el presente trabajo, se mencionarán cuáles son los principales y más usados para luego seleccionar el método más adecuado para valuar la compañía en estudio, explicando detalladamente los motivos.

4.1.1. Opciones reales

Este método es adecuado para compañías que presentan flujos de caja flexibles y con su respectiva probabilidad de ocurrencia. Se utiliza cuando los flujos dependen de alguna actuación a raíz de una incertidumbre actual. Es adecuado para empresas cuyos retornos dependen de reservas naturales. La compañía por valuar no requiere del uso de esta metodología, por lo que se descarta para el presente trabajo.

4.1.2. Valuación por múltiplos:

El enfoque de mercado se basa en el concepto de que el valor de un activo puede estimarse comparando su valor con activos de características similares. Consiste en valorar una empresa con el objeto de hallar su valor de mercado por analogía con el valor de mercado de otras compañías comparables. La ventaja que tiene este método es que es fácil de entender e intuitivo, pero tiene muchas desventajas como ser:

- ✓ Es difícil encontrar perfectos comparables.
- ✓ No tiene en cuenta cuestiones específicas de la sociedad sujeta a valuación (por ejemplo: alto crecimiento, diferentes niveles de rentabilidad).
- ✓ Parte de la presunción de que la fijación de precios del mercado es racional.
- ✓ Falta de información y datos financieros.

Además de las desventajas nombradas, no sería adecuado elegir este método dado que se cuenta con toda la información necesaria para llegar a un valor más real de la compañía, sin tener que recurrir a este método más sencillo y distorsivo.

4.1.3 Flujo de fondos descontados

“En el enfoque del descuento del flujo de fondos, el valor de una empresa es el flujo de fondos futuro esperado descontado a la tasa que refleja el riesgo del flujo de fondos.”

Existen distintas metodologías para valorar una compañía mediante el método antes descrito. La más usada hasta los '90 fue la del WACC (precio ponderado del capital).

Timothy A. Luehrman en “Using APV: A better tool for Valuing Operations”, Harvard Business Review, expone la metodología del APV (Valor Presente ajustado) recomendando su uso por distintas razones:

- ✓ APV es menos propenso a errores que el WACC.
- ✓ APV tiene la particularidad de poder manejar la información relevante que provee.
- ✓ APV ayuda a los managers a analizar no solo cuánto vale un activo, sino de donde viene dicho valor.
- ✓ APV analiza las maniobras financieras separadamente y luego las suma.

Método de valuación elegido

La particularidad del APV es que la tasa de descuento no contiene otra cosa que el valor del tiempo. Cualquier valor adicional creado por maniobras financieras, tienen su propio flujo de fondos. Con esta metodología se pueden ver todos los componentes de valor, separadamente en el análisis. La idea central del método es que el valor de la firma puede ser desglosado en sus componentes por separado, tales como el valor de la firma libre de deuda más el valor generado por el escudo fiscal y otros efectos financieros. Este escudo se genera por el ahorro obtenido del impuesto a las ganancias sobre los intereses que genera la deuda.

Una de las ventajas apreciables a simple vista que tiene este procedimiento, es la forma de presentar información relevante a la gerencia encargada de la evaluación. Ayuda a los

analistas a analizar no solo cual es el valor del proyecto o bien, sino también donde se genera ese valor. El enfoque de APV es analizar los manejos financieros de forma separada y luego sumarlos al valor intrínseco del negocio.

Utilizar este método, permite descomponer las fuentes de valor y brindar información más detallada al momento de la valuación. De esta manera se obtiene mejor conocimiento de los efectos financieros y de los efectos operativos que afectan a la valuación en si y permite desarrollar estrategias para incrementar las fuentes de valor.

. De esta manera se observa que el método de APV es excepcionalmente transparente y se logra ver todos los componentes en el análisis. A su vez, la flexibilidad que esto conlleva permite adaptarse a diferentes situaciones de valuación y tomar en cuenta todos los efectos financieros que puedan aparecer en el medio.

Otra ventaja que trae aparejado este procedimiento, es la posibilidad de separar los flujos y trabajar con distintas tasas de descuento según el riesgo involucrado en cada uno de ellos. Es decir, da la opción de valorar cada concepto con la tasa que mejor represente el riesgo involucrado en cada caso, reduciendo posibles errores en la valuación de cada uno de ellos y medir con mayor exactitud cada fuente de valor

De esta manera, el análisis de valuación mediante el APV, permite tomar decisiones sobre las mejores estrategias de financiamiento, risk management, reducción de costos, outsourcing, etc.

Justificación de la elección del método para valorar Carter's Inc.

Una serie de características de la compañía a valorar, indican que el método elegido es el adecuado. Las mismas son:

- ✓ Es una compañía con más de 150 años en el mercado.
- ✓ Se encuentra en su etapa de madurez.
- ✓ Tiene flujos contantes.
- ✓ Presenta utilidades positivas.
- ✓ Las ventas futuras son fáciles de estimar.
- ✓ No requiere estimar grandes inversiones.

Descripción completa del método de valuación elegido:

La metodología del flujo de fondos descontados se utilizará mediante el APV (valor presente ajustado). Esta decisión parte de los argumentos expuestos por Timonthy A. Luehrman en "Using APV: A better tool for Valuing Operations", Harvard Business Review antes descriptos.

4.2. Descripción del método

Partiremos de los estados contables publicados por la firma del año cerrado 2017. Del estado de resultados, comenzamos a observar las ganancias contables. Se analizará si existen cargos que se realizaron por única vez y que hacen disminuir extraordinariamente los ingresos o ganancias que provocarían el efecto contrario. Esto debería ser excluido ya que no tendrá un carácter repetitivo.

4.2.1. Horizonte de proyección

Dado que la firma se encuentra en su etapa de madurez, se tomará como plazo de proyección el de 5 años. La estimación de los flujos tendrá en cuenta los siguientes aspectos:

- ✓ Supuestos contemplados en las proyecciones.
- ✓ Motores claves de crecimiento.
- ✓ Sensibilidad de variables críticas.

Para calcular el Flujo de Fondos Operativo, como se había mencionado anteriormente, se parte de las ventas proyectadas con sus respectivos costos. Adicionalmente se proyectan los gastos generales de administración y costo de la mercadería vendida. Así, obtenemos el EBIT al cual debemos restarle el impuesto hipotético sobre el EBIT, llegando al $EBIT \cdot (1-t)$. Para poder alcanzar el flujo operativo, sumamos las depreciaciones y amortizaciones. Este flujo al que se llega es antes de inversiones.

Para poder llegar al Flujo de Fondos libres para el accionista, debemos incorporar al resultado anterior las variaciones de bienes de capital y de capital de trabajo. Como se mencionó anteriormente, el efecto impositivo se analizará en forma separada según lo

establece la metodología del APV, por lo que este flujo estaría subestimado en este punto del análisis.

4.2.2. Inversiones

Tendremos que analizar particularmente en Carter's si la inversión es igual a la depreciación, quiere decir que la compañía está manteniendo su status quo. Si el Capex es mayor a la depreciación, quiere decir que la compañía está en crecimiento. En este caso, la depreciación es menor a las inversiones, por lo que se puede ver a simple vista que la compañía seguirá creciendo en sus ventas.

4.2.3. Valor terminal

Se tendrá en cuenta el valor de los flujos de fondos más allá del horizonte de proyección para el activo que está siendo valuado con vida indefinida. Para esto hay que prestar mucha atención en la confiabilidad de los flujos de fondos del último periodo del horizonte tomado y de la tasa establecida para el crecimiento a perpetuidad.

Según la metodología del APV, deberemos tomar el flujo de fondos del último año y capitalizarlo por un período, el cual será considerado como perpetuidad en el tiempo, dividido la tasa de descuento menos la tasa de crecimiento esperada. La misma se estimó en un 2%.

La fórmula que se utilizará para sacar el valor de la perpetuidad será la siguiente:

$$VT = \frac{FFF_{t+5} * (1+g)}{Ku - g}$$

Donde:

VT: valor terminal

FFF t+5 = flujo de fondos año 5

g = tasa de crecimiento

Ku = tasa a la que descontamos los flujos de fondos

Puntos tenidos en cuenta en la estimación de la tasa de crecimiento:

- ✓ Tasa de crecimiento del PBI de los mercados en los cuales opera.
- ✓ Tasa de crecimiento de la industria de los mercados en los cuales opera.

4.2.4 Determinación de la K_u

$$K_u = R_f + \beta_u (R_m - R_f)$$

K_u : Tal como se comentaba anteriormente, como se empleará la metodología del APV para realizar la valuación, se utilizará la K_u . Dicha tasa solo contempla el riesgo del negocio. Para cumplir con el primer paso de la mencionada metodología, no debemos tener en cuenta en la misma la estructura de capital.

R_f : Es la tasa libre de riesgo.

β_u : Continuando lo mencionado con K_u , debemos emplear la beta desapalancada para no tener en cuenta la estructura de capital en este cálculo.

R_m : Rendimiento del mercado.

4.2.5. Determinación del Beta Desapalancado

El beta de una compañía es determinado por las siguientes variables:

- ✓ Tipo de negocio: Cuando una compañía opera en distintos rubros de negocio, el beta se debe calcular como el promedio ponderado del beta de cada negocio. En este caso la compañía tiene dos líneas de negocio, pero el rubro es el mismo: indumentaria.
- ✓ Nivel de apalancamiento financiero: mientras más apalancada esté la firma, el beta será mayor. Si todo el riesgo de la compañía estaría asociado a los accionistas (compañía no endeudada) y teniendo en cuenta que la deuda tiene asociado un beneficio impositivo, entonces:

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{(1 + (1-t) * D/E)}$$

Donde:

β_L : beta de la firma

β_u : beta desapalancado

t: tasa impositiva

D/E: ratio deuda patrimonio neto

Así, el β_u es determinado únicamente por el tipo de negocio y por el apalancamiento operativo.

Teniendo la proyección del flujo de fondos y el valor terminal, los mismos son descontados a la k_u . De esta manera cumplimos con el segundo paso del método APV.

A partir de aquí estamos en condiciones de evaluar los efectos del financiamiento. Cuando incluimos la estructura de financiamiento dentro del análisis, debemos analizar cómo la deducción en la base imponible del impuesto de los intereses afecta a los flujos proyectados y en consecuencia al valor de la compañía, generando el llamado "escudo fiscal". Al igual que en el caso base, necesitamos el valor terminal y la tasa de descuento.

Lamentablemente, los académicos no se han puesto de acuerdo en cuál es el riesgo asociado al escudo fiscal. Luehrman, Timothy plantea que resulta conveniente usar como tasa de descuento el costo de la deuda, basando esta afirmación en que el escudo fiscal es tan incierto como el capital y los intereses. Por otro lado, los académicos argumentan que en algunos casos puede pasar un tiempo para afrontar el pago de intereses, por lo que aún no se podrá usar el escudo fiscal. Esto sugiere que el escudo fiscal es un poco más incierto y merece una tasa de descuento un poco mayor que el costo de la deuda. Siguiendo este argumento, se utilizará una tasa levemente superior al costo de la deuda.

Continuando con el siguiente paso de la metodología APV, debemos realizar una suma del caso base más los efectos del financiamiento por separado, llegando al Valor presente Ajustado de Carter's Inc.

5. Variables conductoras de Valor

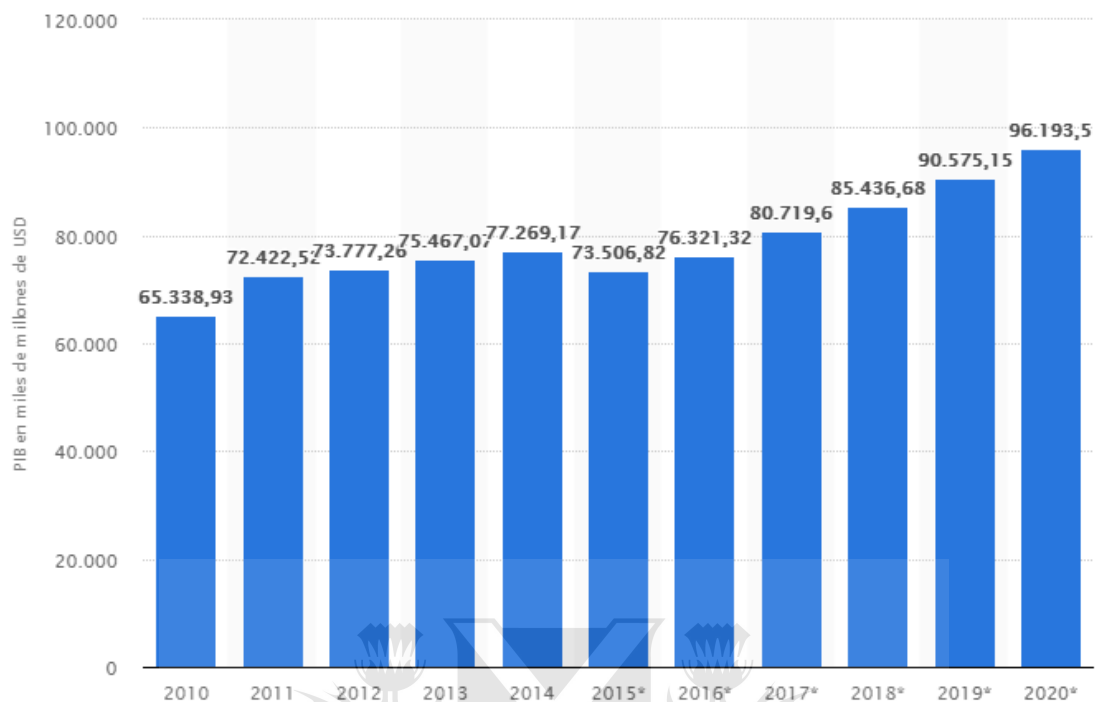
Para realizar las proyecciones *de Flujo de Fondos*, es importante tener en cuenta una serie de factores que conducirán al resultado de los flujos a descontar. Entre varios de ellos, se citarán los más importantes tanto a nivel macro, como micro.

5.1. MACRO

5.1.1. PBI Mundial

| PIB real (%) ¹ | 2015 | 2016 | 2017e | 2018f | 2019f | 2020f |
|---------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Mundo | 2,8 | 2,4 | 3,1 | 3,1 | 3,0 | 2,9 |
| Economías avanzadas | 2,3 | 1,7 | 2,3 | 2,2 | 2,0 | 1,7 |
| Estados Unidos | 2,9 | 1,5 | 2,3 | 2,7 | 2,5 | 2,0 |
| Zona Euro | 2,1 | 1,8 | 2,4 | 2,1 | 1,7 | 1,5 |
| Japón | -1,4 | 1,0 | 1,7 | 1,0 | 0,8 | 0,5 |
| Economías emergentes y en desarrollo | 3,7 | 3,7 | 4,3 | 4,5 | 4,7 | 4,7 |
| Asia oriental y el Pacífico (EAP) | 6,5 | 6,3 | 6,6 | 6,3 | 6,1 | 6,0 |
| Europa y Asia central (ECA) | 1,1 | 1,7 | 4,0 | 3,2 | 3,1 | 3,0 |
| América Latina y el Caribe (LAC) | -0,4 | -1,5 | 0,8 | 1,7 | 2,3 | 2,5 |
| Oriente Medio y Norte de África (MNA) | 2,8 | 5,0 | 1,6 | 3,0 | 3,3 | 3,2 |
| Asia meridional (SAR) | 7,1 | 7,5 | 6,6 | 6,9 | 7,1 | 7,2 |
| África al sur del Sahara (SSA) | 3,1 | 1,5 | 2,6 | 3,1 | 3,5 | 3,7 |

Fuente: Banco Mundial



© Statista 2018

La industria de indumentaria está sujeta a la presión de los precios y ésta es causada por varios factores: intensa competencia, campañas promocionales, y el cambio en la demanda de los consumidores. La demanda de esta industria en el sector bebés hasta niños preadolescentes en particular, está asociada a otros factores como ser: tasas de natalidad, costos de mano de obra, algodón, combustible, costos de importación, transporte, etc. Si alguno de estos factores presiona para la baja de los precios de las prendas o accesorios de Carter's, y la compañía no logra adecuar su costo de ventas para no ver afectado su margen sobre ventas, esto producirá una baja en las ventas netas de forma significativa. También tendrá sus consecuencias sobre el nivel de operaciones, liquidez y calificación crediticia.

La demanda en la industria indumentaria depende de varios factores como ser: el clima político, la coyuntura económica, niveles de empleo, tipos de cambio, disponibilidades crediticias que brinde el mercado para el consumo en general, niveles de tasas de interés, niveles de endeudamiento de consumidores, etc.

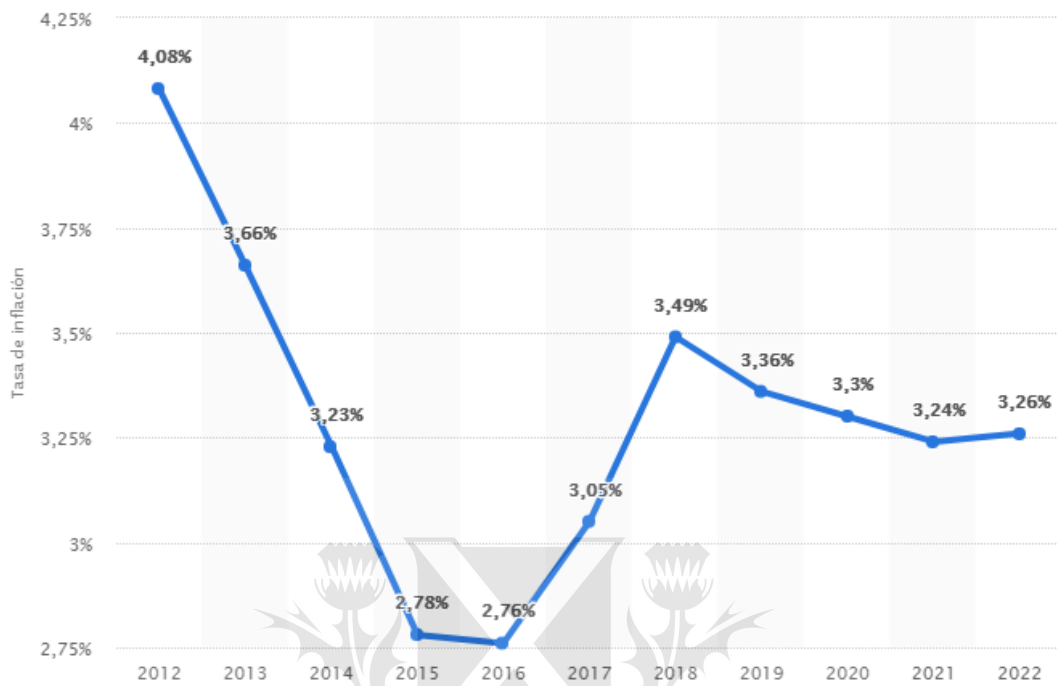
5.2.2. Tipo de cambio:

Las ventas, costo de ventas, y otros gastos están sujetos a los cambios económicos fuera de los Estados Unidos, dado que Carter's mantiene operaciones en Canadá, México, la Unión Europea y Asia. Respecto a las operaciones con Asia, las compras son coordinadas en la oficina central en Hong Kong. Proveedores, fabricantes y productores independientes están ubicados alrededor del mundo. El valor del dólar frente al resto de las monedas ha tenido una marcada volatilidad en los años recientes. A pesar de que la moneda funcional de la compañía es el dólar estadounidense, gran parte de la producción es importada de Asia y la compañía genera grandes ventas en Canadá. El aumento en el costo de ventas causado por fluctuaciones en el tipo de cambio, pueden convertir a las ventas menos competitivas o incluso puede resultar en una significativa baja en el margen de ganancia. Por otro lado, el tipo de cambio puede corromper los negocios de los fabricantes independientes, ya que puede encarecer el costo de sus materias primas. Por último, las fluctuaciones en el tipo de cambio impactan en las ventas y costo de ventas en los estados contables reportados, lo cual puede tener un efecto adverso en la posición financiera resultante de operaciones, cash flow, etc. Es por ello por lo que se escoge como uno de los drivers de valor, a esta variable.

| Estimación USD Dollar | | | | | | | |
|---------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Moneda | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
| Dólar canadiense | 1,343 | 1,348 | 1,314 | 1,272 | 1,239 | 1,211 | 1,199 |
| <i>Variación anual</i> | | 0,37% | -2,52% | -3,20% | -2,59% | -2,26% | -0,99% |
| Peso Mexicano | 20,73 | 19,06 | 19,21 | 18,88 | 19,05 | 18,97 | 19,32 |
| <i>Variación anual</i> | | -8,06% | 0,79% | -1,72% | 0,90% | -0,42% | 1,85% |
| Dólar de hong Kong | 7,754 | 7,792 | 7,786 | 7,763 | 7,761 | 7,759 | 7,758 |
| <i>Variación anual</i> | | 0,49% | -0,08% | -0,30% | -0,03% | -0,03% | -0,01% |
| Renminbi chino | 6,95 | 6,977 | 7,066 | 7,078 | 6,956 | 6,785 | 6,679 |
| <i>Variación anual</i> | | 0,39% | 1,28% | 0,17% | -1,72% | -2,46% | -1,56% |
| Euro | 1,054 | 1,102 | 1,11 | 1,179 | 1,22 | 1,243 | 1,251 |
| <i>Variación anual</i> | | 4,55% | 0,73% | 6,22% | 3,48% | 1,89% | 0,64% |

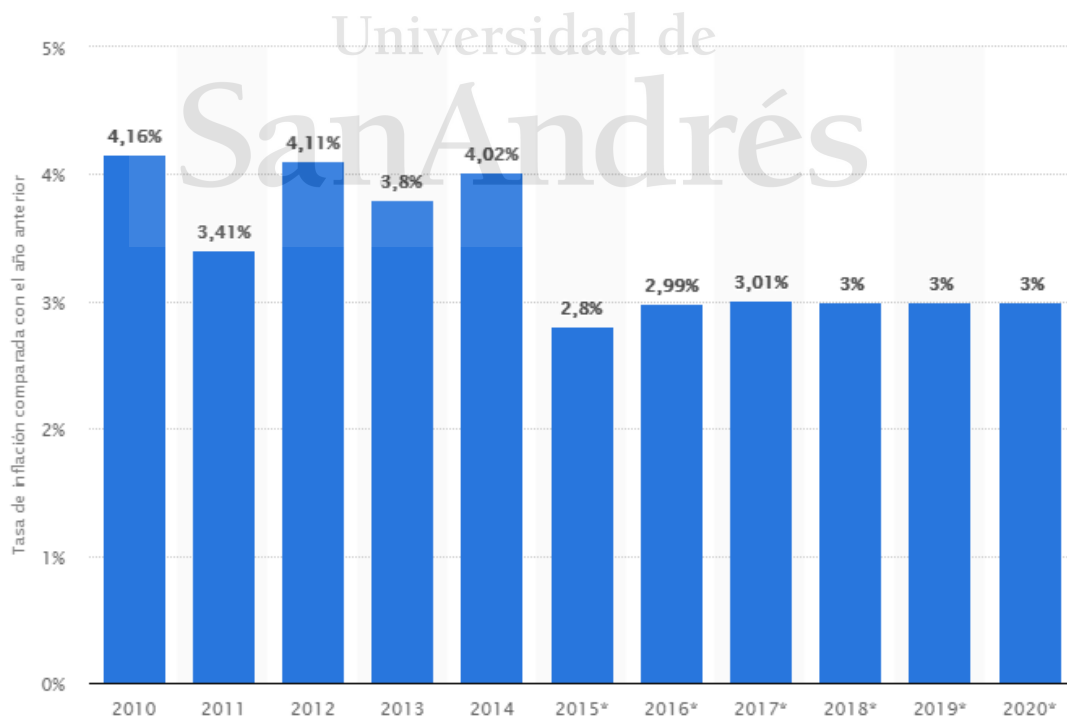
Fuente: www.consensuseconomics.com

5.3.3. Tasa de inflación global:



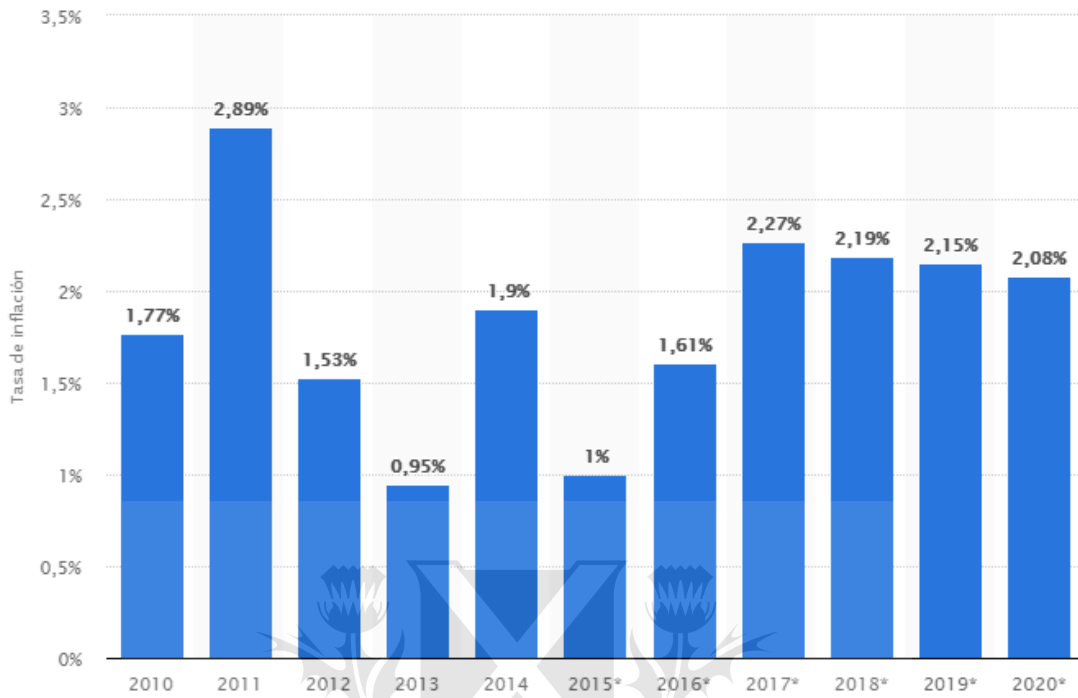
Fuente: <https://es.statista.com/>

México:



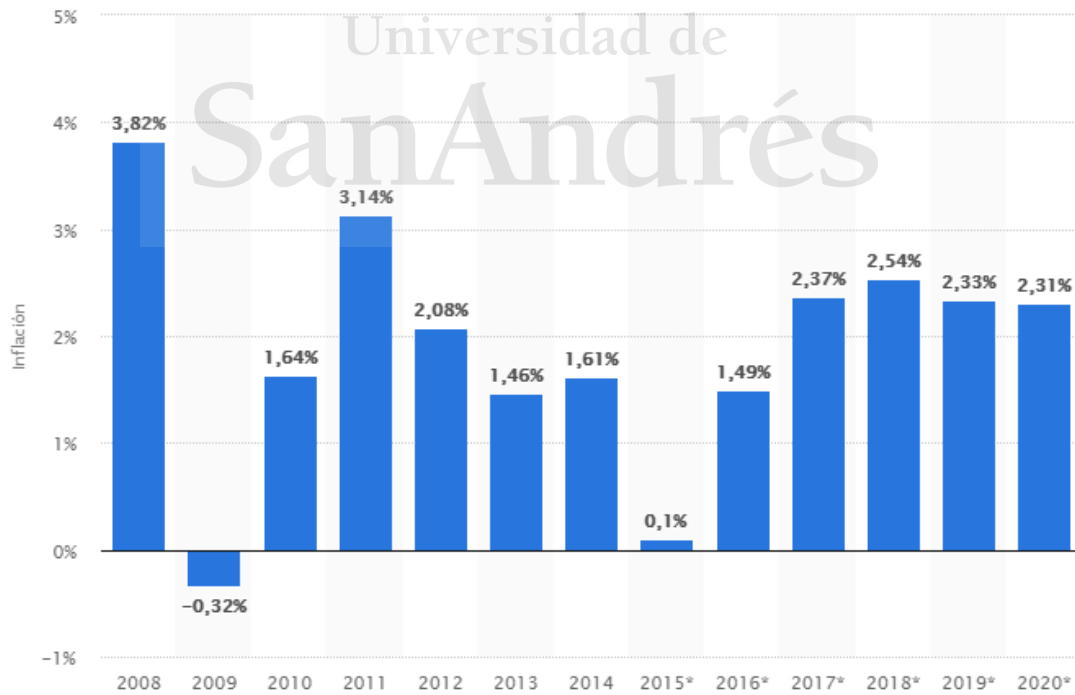
Fuente: <https://es.statista.com/>

Canadá



Fuente: <https://es.statista.com/>

Estados Unidos:



Fuente: <https://es.statista.com/>

5.2. MICRO

5.2.1. Principales distribuidores mayoristas

Para el año fiscal 2017, el 25% de las ventas netas de Carter's fueron derivadas a distribuidores mayoristas. Esto resulta en un alto riesgo ya que algunos de los distribuidores más importantes, puede tomar la decisión de disminuir sus negocios o directamente finalizar la relación comercial por varias razones: fuerzas de la competencia, reorganización, dificultades financieras, entre otras. El suceso de este posible evento puede resultar en significativos excesos de inventario, disminuciones materiales en las ventas netas y grandes impactos en los resultados operativos.

Por otro lado, el 71% de las cuentas por cobrar de Carter's corresponde a los 10 principales distribuidores mayoristas. Solamente dos de ellos, corresponden a un poco más del 10% del total. Si las condiciones financieras o la posición crediticia de estos se deterioran, resultará en un gran impacto para el negocio y los resultados operativos y financieros.

5.2.2. Proveedores:

En el año 2017, aproximadamente el 60% de las compras se realizaron a 10 proveedores, de los cuales casi el 50% proviene de 5 de ellos. La compañía no tiene acuerdos con proveedores de largo plazo que garanticen la relación comercial con el aprovisionamiento adecuado a precios establecidos. Por lo que, si alguno de los proveedores decide interrumpir la relación comercial por alguna razón, realizar algún cambio en la fabricación de sus productos, aumentar los precios o simplemente no continuar con las responsabilidades con sus clientes, la operatividad del negocio y la posición financiera se verá gravemente afectada.

Los proveedores que ejecutan las tareas de logística pueden retrasar la cadena de distribución de los productos, si experimentan problemas con el personal, huelgas por negociaciones de las condiciones laborales, etc. Esto puede tener efectos adversos en la posición financiera, imagen corporativa, satisfacción de clientes, etc.

6. Información financiera de la compañía

6.1. Principales indicadores y ratios:

Rentabilidad:

| | 2.015 | 2.016 | 2.017 |
|--------------|--------|--------|--------|
| Margen Bruto | 41,70% | 43,10% | 43,60% |
| Margen Neto | 13,03% | 13,33% | 12,34% |

Eficiencia:

| | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------------------|-------|-------|--------|
| Rotación de inventarios | 3,74 | 3,73 | 3,49 |
| Días de inventario | 97,69 | 97,78 | 104,47 |
| Días de crédito | 14,52 | 15,80 | 14,14 |
| Rotación de activos | 1,50 | 1,64 | 1,64 |

- Carter's vendió y reemplazó su inventario 3,65 veces en promedio por año, en los últimos 3 años.
- La compañía tardó 99,98 días por año y en promedio en los últimos 3 años, en vender todo su inventario.
- La compañía tardó 14,82 días por año y en promedio en los últimos 3 años, en cobrar sus créditos por ventas.
- La compañía rota sus activos por año y en promedio en los últimos 3 años 1,6 veces.

Solvencia:

Carter's es una empresa endeudada. La disminución en las ventas puede traer graves consecuencias, sobre todo para poder obtener mas deuda a futuro y poder financiar las operaciones. La habilidad para obtener más deuda para financiar inversiones, adquisiciones y capital de trabajo se torna complicada para altos niveles de endeudamiento. En el caso que los flujos de fondos sean insuficientes para hacer frente al

pago de intereses y otros requerimientos de caja, la compañía se verá forzada a postergar inversiones o liquidar activos. A continuación, se detalla el ratio de deuda de los últimos 5 años:

| | 2.013 | 2.014 | 2.015 | 2.016 | 2.017 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ratio deuda | 37% | 45% | 42% | 40% | 44% |

Cobertura de intereses:

Para analizar la capacidad de pago de intereses que tiene la compañía, se emplea el ratio EBITDA/intereses. Esta medida de los últimos 3 años fue:

| | 2.015 | 2.016 | 2.017 |
|------------------|-------|-------|-------|
| EBITDA/Intereses | 16,32 | 18,42 | 16,69 |

Se puede decir que, aunque la compañía esté altamente endeudada, logra cubrir ampliamente el servicio de deuda con su EBITDA.

Como conclusión del análisis de los ratios para la proyección de los flujos futuros de la compañía, se expone que la misma tiene una rentabilidad cercana en promedio a la de sus competidores. Es eficiente en el ciclo del capital de trabajo y no presentan grandes cambios de un año al otro. A pesar de ser una empresa altamente endeudada, logra cubrir el pago de servicio de deuda ampliamente, pero hay que tener en cuenta que, ante cambios moderados en las ventas, la salud financiera de la compañía puede verse altamente alterada.

6.2 Breve reseña

En febrero del año 2017, la compañía adquirió la marca Skip Hop. La misma, fue creada en el año 2003 y sus ventas consisten en productos de primera necesidad para la infancia, en una calidad superior para bebés, niños y padres.

Las ventas netas consolidadas crecieron 3,4 billones en el año fiscal 2017. Un 6% respecto el año 2016. El margen bruto creció un 43,6%. Las ganancias netas de \$303 millones incluye un beneficio impositivo de aproximadamente \$40 millones, que corresponde al "tax cuts and Jobs Act" del año 2017.

“Diluted EPS” (ganancias por acción teniendo en cuenta todos los tipos de acciones) creció en \$0,84 por acción, debido también a la reforma impositiva. El cash Flow operativo se situó en los \$330 millones.

La compañía realizó pago de dividendos y recompró acciones por un valor de \$260 millones. La compra de la marca Skip Hop y el crecimiento de la cantidad de tiendas retails creció a 1.050, de las cuales 39 corresponden a la marca antes citada.

6.3 Análisis de las ventas netas consolidadas:

Partiendo de las ventas netas del año 2016, las ganancias crecieron un 6,29% en el período fiscal 2017. Esto se debe al aumento de los resultados operativos como también al cambio en la cotización de las monedas, lo cual tuvo un impacto favorable de aproximadamente \$6,6 millones.

El mejoramiento en las ventas operativas se ve reflejado en cada uno de los segmentos operativos, tal como refleja el siguiente cuadro:

| | dic-17 | % de las ventas netas | dic-16 | % de las ventas netas | ene-16 | Variación | Variación % |
|------------------------------|------------------------|--------------------------|------------------------|--------------------------|----------------|----------------------|--------------|
| U.S. Retail | \$ 1.775.287,00 | 52,21% | \$ 1.656.414,00 | 51,78% | 50,20% | \$ 118.873,00 | 7,18% |
| U.S. Mayorista | \$ 1.209.663,00 | 35,57% | \$ 1.178.034,00 | 36,82% | 39,00% | \$ 31.629,00 | 2,68% |
| Internacionales | \$ 415.460,00 | 12,22% | \$ 364.736,00 | 11,40% | 10,80% | \$ 50.724,00 | 13,91% |
| Total de ventas netas | \$ 3.400.410,00 | 100,00% | \$ 3.199.184,00 | 100,00% | 100,00% | \$ 201.226,00 | 6,29% |

Fuente: elaboración propia a partir de Carter's Inc Balance Anual

Cabe destacar que el aumento del 2.7% en el segmento U.S Mayorista está compuesto por un aumento de \$55.7 millones por nuevas ventas de Skip Hop (la reciente marca adquirida) combinado con una disminución de \$24 millones en ventas de otros productos.

Las ventas internacionales crecieron un 13.9%, debido en parte a los cambios en la cotización del dólar estadounidense respecto al dólar canadiense. Esto representó una variación positiva de \$6,6 millones. \$31.8 millones crecieron las ventas gracias a la adquisición de Skip Hop. Un incremento de \$15.4 se explica por la adquisición de Carter's México. \$15.5 por incrementos en ventas en tiendas retails en Canadá. \$8,5 millones de

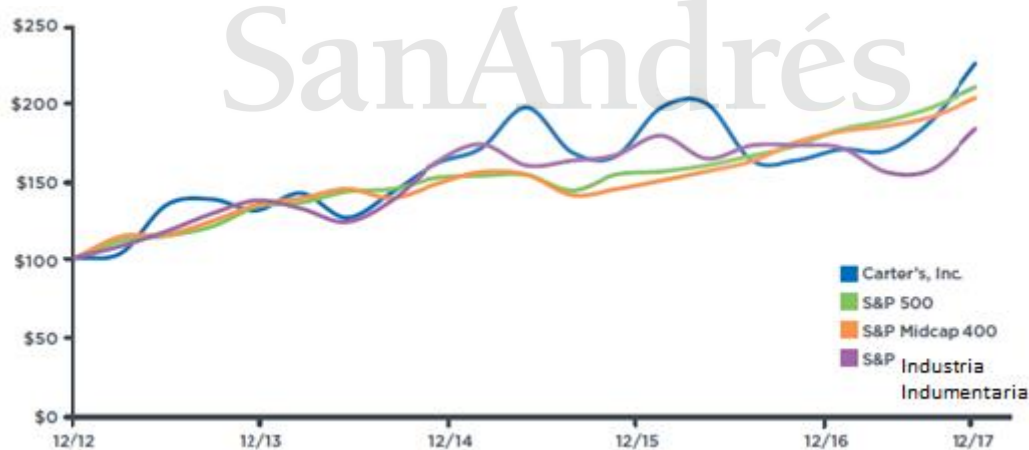
eCommerce en sitios de Canadá y México. Por último, una disminución de \$20 millones en ventas mayoristas.

6.4 Ganancia Bruta y margen bruto

Las ganancias brutas consolidadas, crecieron \$104.2 millones, porcentualmente un 7.6% del 2016 al 2017. El margen bruto consolidado creció a un 43.6%. Principalmente, estos incrementos se deben a una disminución en el costo de la mercadería vendida de la mano con un incremento en el margen de ventas de eCommerce.

Es importante aclarar, que en el estado de resultados se incluye dentro de "SG&A" (gastos generales, de ventas y de administración) los costos de distribución de ventas. Por lo que la ganancia bruta, no puede ser comparada con otras compañías que incluyen este costo dentro del costo de la mercadería vendida.

En el siguiente grafico se puede comparar el retorno de Carter's de los últimos 6 años, respecto al S&P:



Fuente: Estados Contables Carter's 2017.

6.5 Gastos generales, de ventas y de administración (SG&A)

SG&A consolidados, crecieron un 11.2%. Principalmente este incremento se debe a aperturas de nuevas tiendas y nuevos costos debido a la adquisición de Skip Hop.

6.6. Ingresos por licencias

La compañía otorga licencias para el uso de las marcas: Carter's, Just One You, Child of Mine, OshKosh B'gosh, OshKosh, Genuine Kids from OshKosh, Baby B'gosh, Simple Joys, y Precious Firsts. Las ganancias por este concepto han aumentado un 0.9%.

6.7. Ingreso Operativo

Comparando con el periodo fiscal 2016, la ganancia bruta consolidada disminuyó \$7 millones en el 2017. Es decir, un 1.6% llegando a los \$419.6 millones. El margen operativo disminuyó de 13.3% a un 12.3% en el 2017. La siguiente tabla, resume las variaciones en los resultados operativos registradas en cada segmento.

| | U.S. | | | Unallocated Corporate Expenses | Total |
|---|-------------------|-------------------|------------------|--------------------------------|-------------------|
| | U.S. Retail | Mayorista | Internacional | | |
| Ganancia Bruta para el año 2016 | 212.581,00 | 260.953,00 | 59.194,00 | -106.170,00 | 426.558,00 |
| Cambios Favorable (desfavorable) en 2017: | | | | | |
| Ganancia Bruta | 76.268,00 | 11.902,00 | 15.745,00 | 250,00 | 104.165,00 |
| Ingresos por licencias | 3.224,00 | - 1.233,00 | - 1.625,00 | | 366,00 |
| Gastos de administracion | - 76.472,00 | - 19.532,00 | - 26.888,00 | 11.371,00 | -111.521,00 |
| Ganancia bruta 2017 | 215.601,00 | 252.090,00 | 46.426,00 | - 94.549,00 | 419.568,00 |

Y la siguiente tabla muestra los cambios porcentuales:

| | U.S. | | |
|---|---------------|---------------|---------------|
| | U.S. Retail | Mayorista | Internacional |
| Ganancia Bruta para el año 2016 | 12,80% | 22,20% | 16,20% |
| Cambios Favorable (desfavorable) en 2017: | | | |
| Ganancia Bruta | 80,00 | 20,00 - | 190,00 |
| Ingresos por licencias | 10,00 - | 20,00 - | 60,00 |
| Gastos de administracion | - 160,00 - | 140,00 - | 250,00 |
| Ganancia bruta 2017 | 12,10% | 20,80% | 11,20% |

Los cambios se deben a los principales drivers en cada segmento:

U.S retail:

La ganancia bruta creció 80 puntos básicos, debido a dos puntos: a) aumento en el margen de ganancia en eCommerce b) disminución en el costo de la mercadería vendida.

El aumento de 160 puntos básicos en los gastos de SG&A se debe a: aumentos en las provisiones para compensación de empleados, aumento en gastos relacionados con eCommerce, aumento de gastos relacionados a la apertura de nuevas tiendas, y por último aumentos en distribución de gastos.

U.S. Mayorista

La ganancia bruta disminuyó \$8.9 millones, es decir un 3.4%. Las principales razones de este cambio son: aumento en costos de distribución, aumentos en las provisiones para compensación de empleados, aumentos en gastos de marketing, aumento en provisión de cuentas por cobrar.

Internacional

La ganancia bruta en este segmento disminuyó un 21.6%. Las principales razones de esta variación son: modificaciones en los canales de distribución y mix de clientes. Diminución en las ganancias por licencias, relacionadas con la compra de la licencia de Skip Hop. El aumento en los gastos de SG&A se debe a: aumento de gastos asociados al crecimiento de eCommerce, aumento en gastos de marketing, aumentos en las provisiones para compensación de empleados, aumento de gastos por nuevas tiendas, aumento en provisiones para las cuentas por cobrar del segmento Mayorista.

6.8. Intereses

En los estados contables, los gastos por intereses incluyen la amortización por los costos de emisión de deuda. Los gastos por intereses en el período 2017 fueron de \$30 millones. El

promedio ponderado de préstamos se situó en \$652.9 millones. y la tasa efectiva de interés fue de 4.57%.

6.9. Condiciones financieras, Capital propio y liquidez

Las necesidades de caja de la compañía están dadas por dos pilares fundamentales: capital de trabajo y Capex. Se espera que las principales fuentes de liquidez continúen siendo efectivo y sus equivalentes y la línea de crédito renovable con la que cuenta la compañía. Se espera que estas fuentes de financiamiento cubran los requerimientos del negocio en marcha para el futuro más inmediato, corto plazo. No se espera que las condiciones económicas actuales impidan afrontar las necesidades de efectivo de la compañía.

Dentro del balance se pueden mencionar los siguientes puntos importantes:

- Las cuentas por cobrar crecieron un 18.8% del 2016 al 2017, y se explican principalmente por la adquisición de Skip Hop en el año fiscal 2017.
- El nivel de inventarios ha crecido un 12.5%, principalmente por la adquisición antes mencionada y por la apertura de nuevas tiendas.

6.10. Caja

La caja neta que proviene de las actividades operativas disminuyó un 12%. Esto está explicado por los desfavorables cambios que ocurridos en el capital del trabajo durante el período fiscal 2017. El timing de pagos y cobros afectó a los niveles de efectivo requeridos. La variación de caja entre el año 2016 y el 2017 usada para actividades financieras está explicada por la disminución en la recompra de acciones, parcialmente compensado por el aumento en los préstamos contraídos bajo las modificaciones en la línea de crédito rotatoria y un aumento de dividendos pagados a los accionistas en el período 2017. La mencionada variación fue una disminución de un 38.6%

6.11 Inversiones

Los gastos de inversiones se situaron en \$69.5 millones. Los mismos compuestos por:

- \$42.5 millones para aperturas y remodelaciones de tiendas de retail internacionales.
- \$11.5 millones para mejoramientos en tecnologías de la información.
- \$8.8 millones para mejoramientos en canales de distribución.
- \$1.1 millones para equipamiento en el segmento mayorista.

Planes de inversiones: está planificado invertir \$115 millones en el año 2018, un 65% más, en comparación con el año anterior. Las inversiones serán para los rubros antes descriptos.

6.12. Deuda:

William Carter Company ("TWCC"), en agosto del 2017 rectificó y modificó la línea de crédito renovable existente de \$500 millones, en virtud de la cuarta enmienda del acuerdo de préstamo para proveer a la compañía un aumento en la línea de crédito, llevándola a \$750 millones. Esta modificación permite a la compañía tener la liquidez necesaria para ser usada en financiación de capital de trabajo y objetivos corporativos generales.

A diciembre 2017, el spread que se aplica a la tasa de interés para esta línea de financiación fue de un 1.375% sobre la tasa LIBOR. El mismo puede ser ajustado basándose en el nivel de apalancamiento desde 1.125% a 1.875%. La línea de crédito vence el 25 de agosto del 2022. A diciembre 2017, los préstamos en dólares estadounidenses bajo esta línea de financiación resultaron en una tasa de interés de 2.93%. Cabe destacar que toda la deuda contraída en dólares canadienses fue pagada durante el primer trimestre del 2017.

Emisiones de deuda

A diciembre 2017, TWCC tenía \$400 millones de emisión en senior notes con una tasa de interés asumida del 5.25% anual y fecha de vencimiento el 15 de agosto del 2021. En los estados contables, los \$400 millones están reportados restando \$3.7 millones y \$4.6 millones relacionados a costos de emisión sin amortizar.

Recompra de acciones:

El 24 de febrero del 2016 los miembros del directorio aprobaron una recompra de acciones por el valor de \$500 millones, sobre el total de autorizaciones hasta \$1.462,5 millones. El 22 de febrero del 2018 el directorio aprobó un nuevo programa de recompra de acciones por el valor de \$500 millones.

Resumen de la recompra de acciones desde el 2015 al 2017:

| | dic-17 | dic-16 | ene-16 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|
| Numero de acciones recompradas | 2.103.401,00 | 3.049.381,00 | 1.154.288,00 |
| Costo de las acciones recompradas | \$ 188.762,00 | \$ 300.445,00 | \$ 11.029,00 |
| Precio promedio por accion | \$ 89,74 | \$ 98,53 | \$ 95,55 |

6.13. Dividendos:

Los miembros del directorio autorizaron el pago de dividendos de \$0.37 por acción en cada trimestre del 2017 y de \$0.33 en cada trimestre del 2016. Los dividendos son pagados en cada trimestre en el que son declarados.

Todas las decisiones de pago de dividendos dependen de la decisión de los miembros del directorio y están pasadas en una multiplicidad de factores, como ser la performance y el futuro financiero de la compañía y las prioridades de inversión.

El pago de dividendos y la recompra de acciones, están limitados por las normas de la línea de crédito renovable y el contrato que regula las senior notes.

Obligaciones:

La siguiente tabla, resume la fecha de vencimiento de las obligaciones para los siguientes años:

| En miles de dólares | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | En adelante | Total |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
| Deuda a largo plazo | | | | 400.000,00 | 221.000,00 | | 621.000,00 |
| Intereses de la deuda | 27.541,00 | 27.541,00 | 28.012,00 | 21.071,00 | 4.259,00 | | 108.424,00 |
| | 27.541,00 | 27.541,00 | 28.012,00 | 421.071,00 | 225.259,00 | | |
| Arrendamientos | 168.719,00 | 154.866,00 | 139.016,00 | 124.102,00 | 108.029,00 | 322.473,00 | 1.017.205,00 |
| Otros | 535,00 | 231,00 | 231,00 | 231,00 | 231,00 | 211,00 | 1.670,00 |
| Obligaciones financieras totales | 196.795,00 | 182.638,00 | 167.259,00 | 545.404,00 | 333.519,00 | 322.684,00 | 1.748.299,00 |
| Letras de crédito | 4.518,00 | | | | | | 4.518,00 |
| Total de obligaciones financieras | 201.313,00 | 182.638,00 | 167.259,00 | 545.404,00 | 333.519,00 | 322.684,00 | 1.752.817,00 |

6.14. Intereses de la deuda:

Refleja la tasa de interés variable estimada para la línea de financiación renovable, usando una tasa de interés del 2.93% y una tasa fija de interés para las emisiones de deuda de 5.25%.

6.15. Perspectivas de liquidez

La compañía tiene la tranquilidad que la caja generada por las operaciones más la caja disponible actualmente, junto con los montos disponibles dentro de la línea de crédito renovable, se adecúan para enfrentar las necesidades de capital de trabajo y de Capex para un corto y mediano plazo. De todas maderas no se puede tener una completa certidumbre sobre este punto. Adicionalmente, la compañía tiene acceso al mercado de capitales para financiar las necesidades de caja que existan.

El 22 de diciembre del 2017, se promulgo una nueva legislación fiscal en los Estados Unidos conocida como "Tax Cuts and Jobs Act". Se espera que la misma tenga un gran impacto en la liquidez de la compañía para principios del 2018, ya que disminuiría las necesidades de caja para el pago del impuesto a las ganancias. También, esta legislación reduciría los costos impositivos para la repatriación de fondos a los Estados Unidos. La compañía espera repatriar porciones de efectivo radicados en el exterior, a los Estados Unidos a principios del 2018.

6.16. Efectos de inflación y deflación

No se cree o espera que la inflación tenga significativos efectos sobre las ventas netas y las ganancias. Aumentos de costos significativos, tendrían un gran impacto en los negocios de

Carter's y para la industria en el futuro. Adicionalmente, mientras la deflación podría tener un impacto positivo sobre el costo de la mercadería vendida, puede tener un efecto adverso en el precio promedio de los retails, resultando en menos ventas y ganancias.

7. Modelización

7.1. Proyección del flujo de fondos

7.1.1. Horizonte de proyección:

Se tomará como plazo de proyección el de 5 años. Los años de proyección son: 2018 hasta el 2022.

A continuación, se detallarán los puntos que se tendrán en cuenta en la modelización, así como la explicación de cada uno.

7.1.2. Ingreso por ventas

Las ventas se dividen en tres grandes segmentos:

- U.S. Retail
- U.S. Mayorista
- Internacional

En los últimos 5 años, la participación en las ventas totales de los segmentos antes mencionados fue de: U.S. Retail 50%, U.S. Mayorista 39%, Internacional 11%. La variación en las ventas netas en promedio fue de U.S. Retail 9%, U.S. Mayorista 2%, Internacional 10%. En promedio en los tres segmentos, las ventas netas han crecido a un ritmo del 10%.

En los reportes anuales, la compañía reporta las ventas según los segmentos en los cuales opera y le da una asignación a cada marca. Por ejemplo, Skip Hop se asigna de la siguiente manera: 62% a U.S. Mayorista, 34% a Internacional, y 4% a U.S. Retail. La adquisición de Carter's México fue asignado un 100% a Internacional.

- La compañía ha crecido en sus ventas netas los últimos 10 años en promedio un 9%.
- Entre el 2016 y el 2017 sus ventas crecieron un 6%.
- Es el 29° año consecutivo de aumento en las ventas.
- Debido a la adquisición de Skip Hop y la licencia de México, se espera que las ventas sigan creciendo.

En los estados contables cerrados en el 2017, la compañía estima crecer un **5% anual** en los próximos 5 años hasta el 2022 seguido por los siguientes puntos:

- ✓ crecer en los negocios de retail e internacionales
- ✓ mejorar las ventas de Skip Hop, Amazon, México y China
- ✓ mejorar las competencias en el desarrollo del negocio
- ✓ fortalecer la gestión de inventarios

Las ventas en tiendas de retail son reconocidas en el punto de venta. Las ventas de retail a través de los canales de venta on-line, son reconocidas en el momento de entrega al cliente. Las ventas de retail son reconocidas en el momento de la transacción, registrando ajustes tanto para las ventas como para el costo de la mercadería vendida (ver Anexo I).

La proyección de ventas se estructurará de la siguiente manera: al igual que en los reportes anuales de la compañía, las ventas se van a proyectar en base a los segmentos en los cuales opera. En los primeros dos segmentos: U.S. Retail y U.S. Mayorista, se tendrá en cuenta el crecimiento de los últimos 5 años para realizar la proyección para los próximos 5 años y además se analizará la proyección del PBI de Estados Unidos, Canadá y México ya que son los drivers que se han planteado en el presente trabajo.

Se tendrán en cuenta los siguientes porcentajes de crecimiento:

| | |
|----------------------------------|----|
| Ventas Retail Estados Unidos | 7% |
| Ventas Mayoristas Estados Unidos | 2% |
| Internacional | 7% |

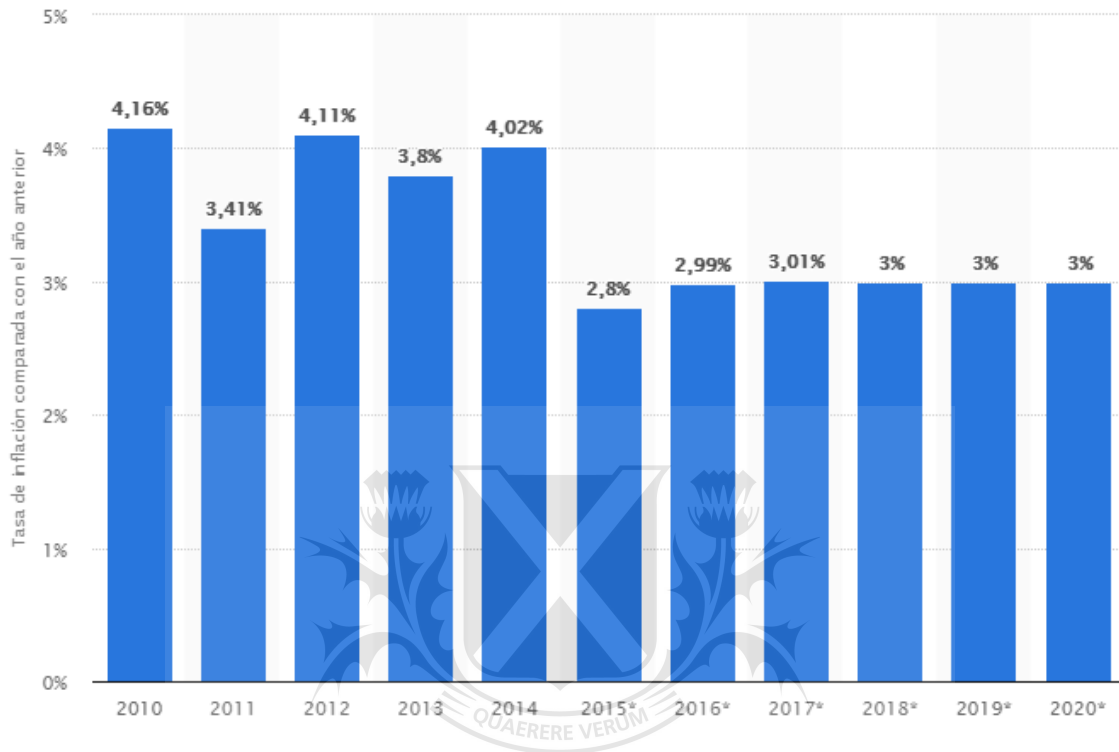
Promedio: 5%

7.1.3. Justificación del porcentaje de crecimiento de ventas proyectado

Como punto de partida, se comparó la evolución del PBI de Estados Unidos, Canadá y México ya que son los países donde la compañía tiene mayor participación en sus ventas.

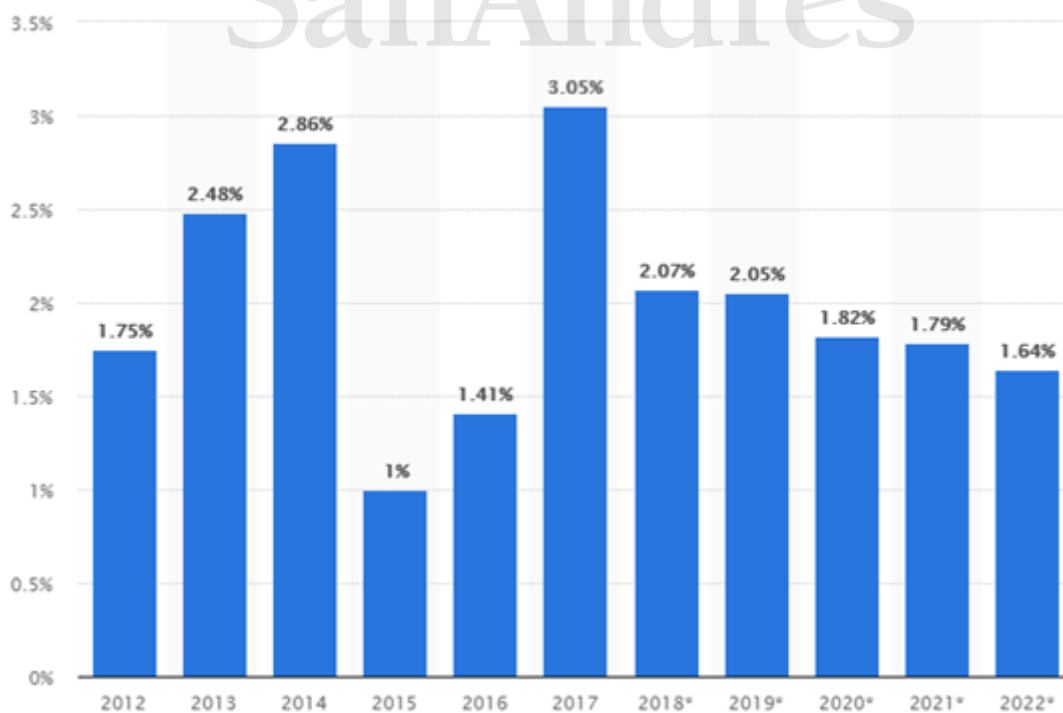
En los siguientes gráficos se pueden observar los crecimientos históricos y proyectados de los países mencionados:

México:



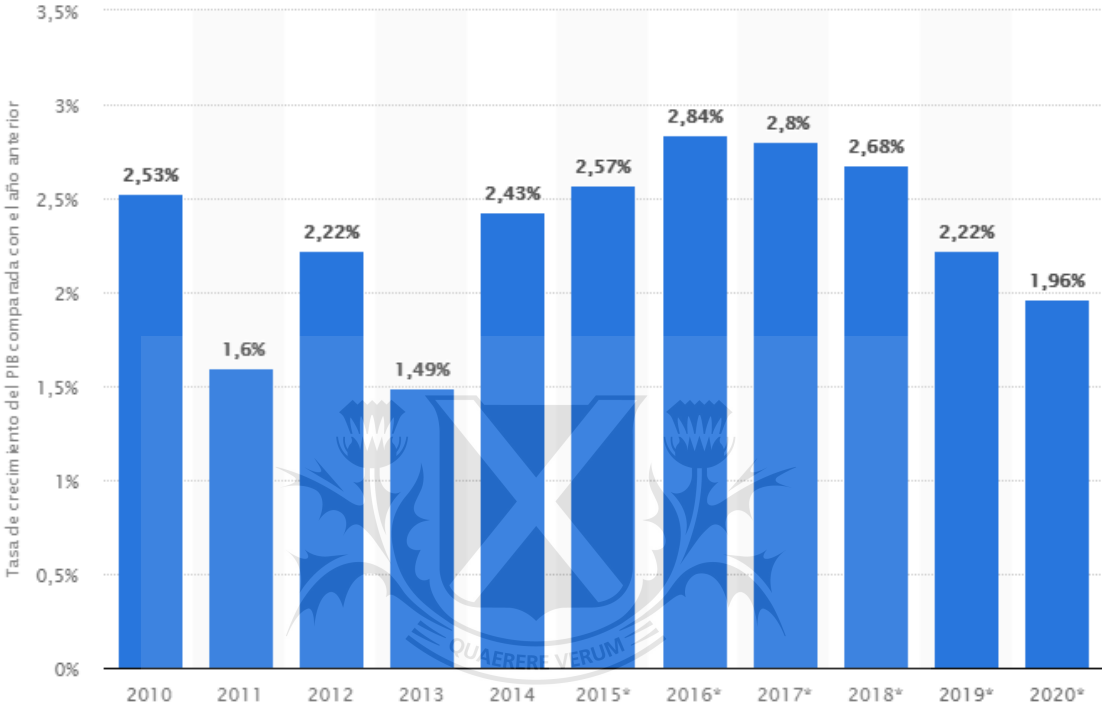
Fuente: www.statista.com

Canadá:



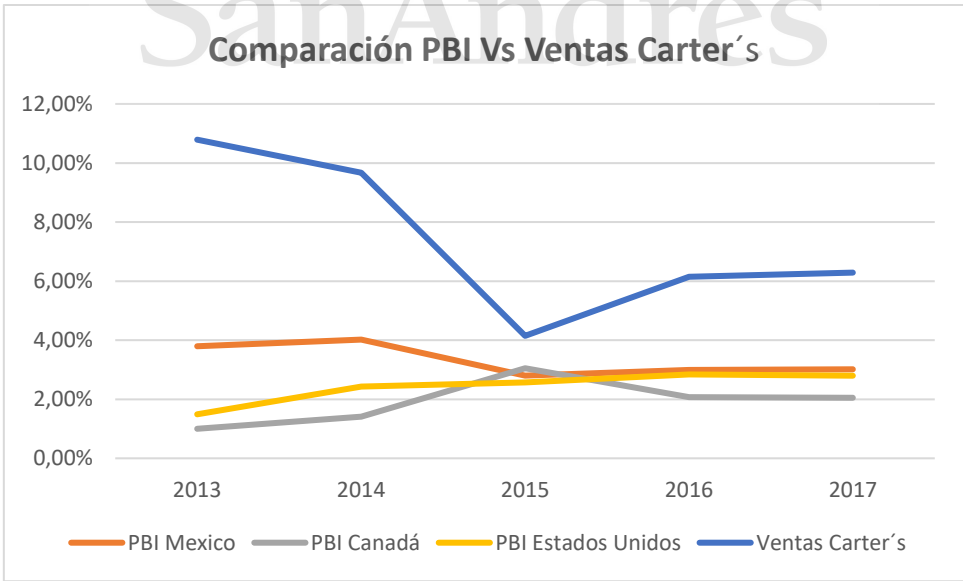
Fuente: www.statista.com

Estados Unidos:



Fuente: www.statista.com

Universidad de San Andrés
Comparación PBI Vs Ventas Carter's



Se puede observar que la variación en las ventas de Carter's han estado en promedio un 4,8% por encima del crecimiento en el PBI de Estados Unidos, un 5,49% por encima del crecimiento en el PBI de Canadá y un 4,08% por encima de del crecimiento en el PBI México. Las ventas de Carter's se están proyectando un 5% por arriba del crecimiento proyectado para los países, tal como surge de lo expuesto en el balance de la compañía y del análisis histórico realizado. También se puede ver cómo las ventas de la industria indumentaria vienen creciendo y se estima sigan creciendo levemente en Estados Unidos tal como se explicó en el apartado de la industria indumentaria.

7.1.4. Ingresos por licencias

La compañía, recibe ingresos por pago de licencias, por el uso de las marcas: Carter's, Just One You, Child of Mine, OshKosh B'gosh, OshKosh, Genuine Kids from OshKosh, Baby B'gosh, Simple Joys, y Precious Firsts brand names. Estos ingresos representaron en promedio, en los últimos años un 1,3% de las ventas netas. Este es el valor que se usará para la proyección.

7.1.5. Costo de la mercadería vendida

Como se mencionó anteriormente, en el costo de la mercadería vendida no se incluye los gastos de distribución. Estos son incluidos en los gastos generales de administración. Este gasto contiene principalmente: costo de la materia prima, incluyendo todo el material directamente atribuible a los bienes vendidos y costos de producción. Provisión por inventario, y costos asociados a los centros de distribución de ventas y operaciones logísticas.

En los últimos 5 años, el costo de la mercadería vendida representó un 59% de las ventas netas. Por lo que este es el porcentaje que se tomará para la estimación de este flujo.

7.1.6. Gastos generales de Administración

En este costo se incluye los gastos de distribución, no siendo comparable con otras compañías que son incluidos en el costo de la mercadería vendida. Estos gastos incluyen pagos a transportistas, costos de mano de obra, gastos de empaque y embalaje, y gastos

generales de transporte. La provisión por deudores incobrables es reflejada en este gasto, así como también las devoluciones de ventas.

Este flujo se proyectará, en base a un cálculo sobre las ventas netas con un porcentaje establecido en un 31% de las ventas netas.

7.1.7. Amortizaciones y depreciaciones

Similar al criterio que se tomó con los rubros anteriores, para proyectar las amortizaciones y depreciaciones se realizó el cálculo de la participación en términos porcentuales que las mismas representan sobre los activos fijos durante los períodos anteriores, se tomó un promedio de estos valores y este último es el que se tomó como valor para la proyección. El mismo surgió en un 20%.

7.1.8. Capital de trabajo

La variación en el capital de trabajo puede ser calculado sobre el estado de situación patrimonial proyectado. Este se proyectó con la siguiente pauta: se calculó el porcentaje de los rubros que componen el balance de la compañía, respecto a las ventas de cada año respectivo durante los 5 años anteriores. Se consideró que un promedio de estos valores es un porcentaje acertado para poder proyectar los 5 años siguientes.

7.1.9. Inversiones

El promedio de las inversiones sobre las ventas de los últimos 5 años fue de un 4%. La compañía tiene planes de inversión centrados en remodelaciones y aperturas de *retails* internacionales y U.S., tecnologías de la información y facilidades en la distribución logística. Se empleará el porcentaje del 4% para proyectar. Sin embargo, se utilizará un dato expuesto en el balance, en donde estiman invertir \$115 millones en el año 2018. De todos modos, representa un porcentaje similar al empleado para proyectar.

7.1.10. Escudo Fiscal

La tasa de interés tenida en cuenta para calcular el escudo fiscal, es de 4,55%. En este apartado es muy importante mencionar la reforma fiscal llamada como "*Tax Cuts and Jobs Act. Public Law No. 115-97*". La misma representa el fin al largo proceso de discusión que

hubo sobre la reforma tributaria en Estados Unidos por casi 20 años, donde se establece una permanente reducción de la tasa impositiva a un **21%**. En la reforma, se establece como fecha el 1 de enero del 2018, en donde comienza a ser efectiva la nueva tasa. Por lo expresado, para hacer el cálculo del escudo fiscal, se multiplicará el interés por la nueva tasa de impuesto a las ganancias a partir del año 2018.

7.2. Determinación de la tasa de descuento

7.2.1. Determinación de la K_u

Para la determinación de la tasa, se empleará la siguiente fórmula:

$$K_u = R_f + \beta_u (R_m - R_f)$$

Dicha tasa solo contempla el riesgo del negocio. Para cumplir con el primer paso de la metodología APV, no debemos tener en cuenta en la misma la estructura de capital.

Para poder encontrar el valor de la K_u , necesitamos además los siguientes datos:

R_f : La tasa libre de riesgo.

β_u : debemos emplear la beta desapalancada para no tener en cuenta la estructura de capital en este cálculo.

R_m : Rendimiento del mercado.

7.2.2. Tasa libre de Riesgo:

Damodaran sostiene que para tomar la tasa libre de riesgo se asume que: el rendimiento actual es igual al rendimiento esperado, no tiene riesgo de default, no tiene riesgo de reinversión. Por último, sostiene que el rendimiento de largo plazo, es preferible al de corto plazo. Se tomará la tasa del bono del tesoro de los Estados Unidos a 10 años del 2017. En el ANEXO II se puede observar la evolución de este y el valor escogido: **2,4%**.

7.2.3. Rendimiento de mercado:

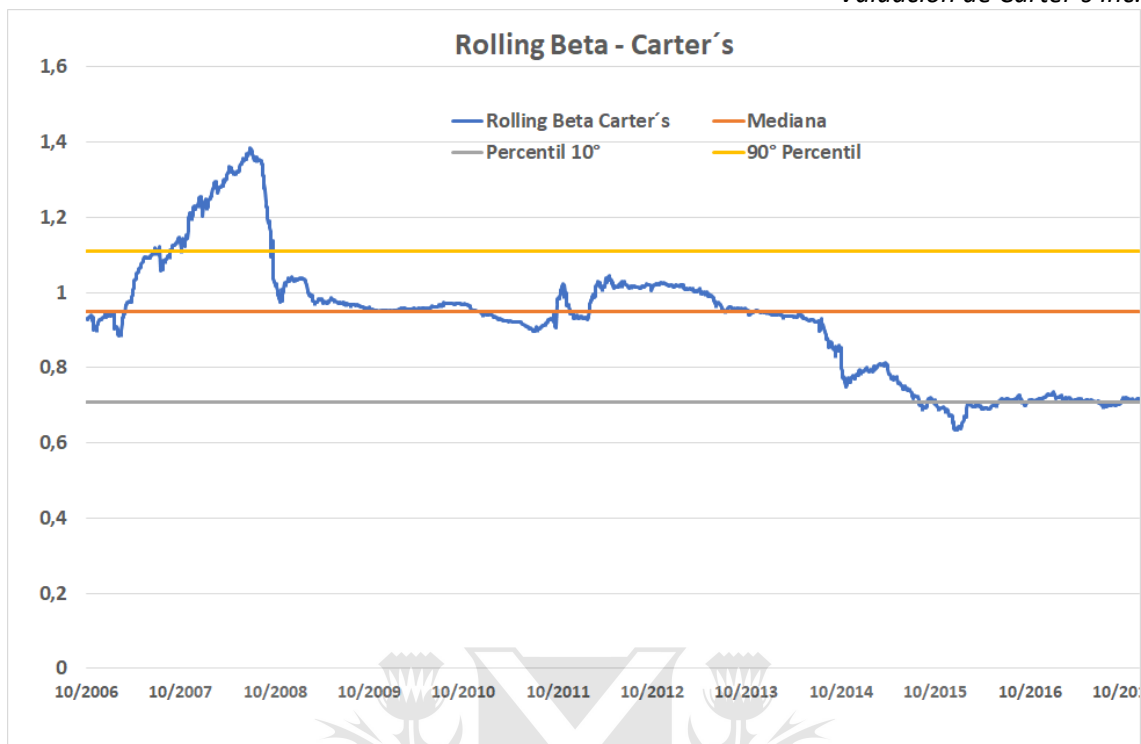
Para esta tasa, se utilizó el índice S&P 500 ya que es el índice bursátil más popular de Estados Unidos y el que abarca la mayor cantidad de compañías. Se realizó un cálculo de los últimos 10 años y se obtuvo el siguiente valor: **8,61%**.

7.2.4. Beta:

Para tomar el dato del Beta, se tomará como referencia el calculado por Damodaran¹ para la industria indumentaria. El autor, en su página web explica que, hasta el año pasado, publicaba datos específicos de algunas compañías. Sostiene que a partir de este año no continúa con esa práctica ya que sustenta que quienes le proveían la información para procesar los datos, creían que los mismos eran publicados indebidamente. Damodaran también publica en su página un esquema donde se puede encontrar a la compañía en estudio, e identificar en qué industria está calificada. Carter's Inc. se agrupa dentro de la industria indumentaria y la beta es de: **1,02%**.

Por otro lado, se realizó el cálculo del Rolling Beta. El mismo se calculó con las variaciones diarias del precio de la acción de Carter's, dejando una ventana de 3 años desde su primer cotización en el mercado, contra el índice S&P 500. El mismo arroja los siguientes resultados:

¹ www.damodaran.org



Seguindo con la metodología APV, debemos desapalancar la beta a los niveles de deuda de mercado de la compañía. Para ello, debemos conocer los siguientes porcentajes:

- ✓ % de patrimonio neto/activos = 56%
- ✓ % de deuda/activos = 44%

Damodaran aconseja seguir los siguientes pasos:

- 1- identificar el beta de la firma, dentro del sector en el que desarrolla su negocio.
- 2- Usar el apalancamiento financiero para desapalancar la beta, obtenido la beta pura del negocio.

Para obtener la beta desapalancada, aplicamos la siguiente fórmula:

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{(1 + (1-t) * D/E)}$$

Se obtuvo el siguiente resultado:

| | |
|-----------|--------|
| β_u | 0,6262 |
|-----------|--------|

En el siguiente cuadro, se resumen los valores obtenidos y el valor obtenido para la Ku.

| | |
|----|-------|
| Ku | 6,29% |
|----|-------|

7.2.5. Valor Terminal

Para el cálculo del valor terminal, se utilizará el modelo de crecimiento estable, el cual se considera el más saludable. Debemos suponer que a partir del año 2022 la firma pasará a crecer a una tasa estable y considerando para la proyección una tasa fija.

7.2.6. Tasa de crecimiento supuesta:

Para establecer esta tasa, se enumeran a continuación los puntos en los que se basa la estrategia de crecimiento de largo plazo de la compañía:

- ✓ agregándole valor a los productos.
- ✓ extendiendo las metas de participación de mercado de las marcas a través de los múltiples canales de compras.
- ✓ expandiendo las operaciones internacionales
- ✓ mejorando la gestión de inventarios
- ✓ mejorando las capacidades de abastecimiento global

Por otro lado, se tuvo en cuenta el crecimiento de la economía global, en especial de los países en los cuales opera la compañía. Así, se estableció una tasa de crecimiento:

$$g = 2\%$$

La fórmula empleada para el cálculo es la siguiente:

$$VT = \frac{FFF_{t+5} * (1+g)}{Ku - g}$$

8. Escenarios

8.1. Escenario base

Para este escenario se tendrá en cuenta todo lo que se detalló anteriormente, al comenzar con la modelización del flujo de fondos proyectado.

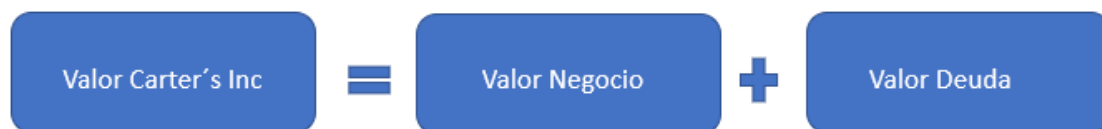
Respecto a los drivers de valor, se tomarán los valores expuestos. Se tendrá en cuenta, cuál es el impacto que tienen los drivers en cada segmento de ventas que reporta la compañía, acompañado de la proyección de crecimiento esperada para cada una.

Dado que la inflación proyectada para los países en los que opera la compañía es baja, no se tendrá en cuenta en el análisis

A continuación, se expone el flujo de fondos proyectado para la compañía Carter's Inc. para el período 2018 – 2022.

| | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ganancia o pérdida Operativa | 372.107 | 391.739 | 412.616 | 434.824 | 458.453 |
| %t | 21,00% | 21,00% | 21,00% | 21,00% | 21,00% |
| EBIT (1-t) | 293.965 | 309.474 | 325.967 | 343.511 | 362.178 |
| Depreciaciones | 79.531 | 83.727 | 88.189 | 92.936 | 97.986 |
| Flujo de Fondos Operativo | 373.496 | 393.201 | 414.156 | 436.447 | 460.164 |
| Variación en capital de trabajo | - 31.255,00 | - 33.230,00 | - 35.339,00 | - 37.591,00 | - 39.997,00 |
| Inversiones | - 115.000 | - 113.002 | - 119.024 | - 125.430 | - 132.246 |
| Variación en otros activos | 1.485 | 1.578 | 1.679 | 1.786 | 1.900 |
| Flujo de Fondos Netos | 228.726 | 248.548 | 261.472 | 275.212 | 289.821 |
| Valor terminal de los activos | | | | | 6.890.845,28 |
| Factor de descuento activos | | 1,063 | 1,130 | 1,201 | 1,276 |
| Valor presente de la firma a la Ku | 6.161.570,09 | 215.190,34 | 220.001,20 | 217.744,80 | 215.623,94 |
| Ahorro fiscal | 5.783,61 | 5.783,61 | 5.882,52 | 4.424,91 | 894,39 |
| Valor terminal del escudo fiscal | | | | | 21.265,22 |
| Factor de descuento escudo fiscal | | 1,063 | 1,130 | 1,201 | 1,276 |
| Valor presente del escudo fiscal | 35.260,58 | 5.441 | 5.119 | 4.899 | 16.334 |
| APV | 6.196.830,67 | | | | |
| Valor de la deuda | | 627.306,00 | | | |
| Caja | | 178.494,00 | | | |
| Patrimonio Neto | 5.748.018,67 | | | | |
| Acciones Carter's Inc. | 48.146.075,00 | | | | |
| Precio por acción | 119,39 | | | | |
| Valor de la acción a Dic 2017 | 117,49 | | 1,61% | | |

Bajo los supuestos antes citados para el escenario base, se llega a un valor de la empresa de USD 6.196.830,67. Este valor se obtuvo añadiendo el valor generado por la estructura de financiamiento, al valor del negocio en sí.



El valor del negocio se obtuvo descontando los flujos proyectados sin tener en cuenta la estructura de financiamiento, a la tasa Ku calculada en un apartado anterior.

El valor generado por la deuda se obtuvo descontando el ahorro impositivo generado por el pago de intereses de la deuda. Según Timothy A. Luehrman, el escudo fiscal es tan incierto

como el pago del principal e intereses de la deuda. Sostiene que habrá un tiempo en el cual el negocio permitirá realizar el pago de intereses sin poder beneficiarse con el escudo fiscal. Esto sugiere que el escudo fiscal es un poco más incierto, por lo que merece una tasa de descuento levemente mayor a la k_d . El autor sugiere usar una tasa levemente superior a la k_d . Sin embargo, se optó por descontar el escudo fiscal a la k_u ya que se supone que los estos flujos llevan el riesgo del negocio. Se supone que al final del año 5 de proyección, la compañía refinancia toda su deuda a la misma tasa. Entonces, en el escenario base en el año 5, el valor de la perpetuidad del escudo fiscal es de USD 35.260,58 millones. Así, se añaden estas dos piezas: el valor del negocio y el valor del escudo fiscal, y se obtiene el llamado APV.



Valor de las acciones

Partiendo del valor que obtuvimos anteriormente, se debe llegar al valor teórico de las acciones para compararlo con el valor de cotización. Para esto, restamos del cálculo APV el valor de la deuda de largo plazo y eso lo dividimos por la cantidad de acciones que tiene en el mercado Carter's Inc. Estos datos son los siguientes:

Deuda a largo plazo: \$627.306

Cantidad de acciones: 48.146.075

Llegando a un valor teórico por cada acción de: **\$119,39** dólares por acción.

Para el último día de trading en el NYSE del año 2017, la acción de la compañía cotizó a un valor de cierre de **\$117,49**.

Comparando el valor teórico con el valor de cotización, se calcula una diferencia porcentual de un **1,61%**. Esta diferencia estaría dentro de los rangos esperados probables.

8.2. Análisis de sensibilidad:

En este apartado, se modificarán la tasa de descuento y se analiza el impacto que tiene en el valor de la compañía.

Modificación en la Ku

En la valuación, el valor supuesto de la tasa de descuento tiene mucho protagonismo. Como se expuso anteriormente, la misma se calcula con la tasa libre de riesgo, la Beta y la prima de riesgo. Cualquiera de estas variables puede tomar valores que difiera de lo estimado, por lo que es importante observar y analizar, como podría modificarse el precio de la acción ante alguno de estos cambios.

8.2.1 Aumento de la Ku

Supongamos que las variables que componen el cálculo de la tasa de descuento, se modifican tal que resultan en un incremento de la Ku. Se supondrá un aumento de un 0,5% en ésta. Así, el flujo de fondos proyectado quedaría de la siguiente manera:

Flujo de fondos proyectado con aumento en la Ku

| | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ganancia o pérdida Operativa | 372.107 | 391.739 | 412.616 | 434.824 | 458.453 |
| %t | 21,00% | 21,00% | 21,00% | 21,00% | 21,00% |
| EBIT (1-t) | 293.965 | 309.474 | 325.967 | 343.511 | 362.178 |
| Depreciaciones | 79.531 | 83.727 | 88.189 | 92.936 | 97.986 |
| Flujo de Fondos Operativo | 373.496 | 393.201 | 414.156 | 436.447 | 460.164 |
| Variación en capital de trabajo | - 31.255,00 | - 33.230,00 | - 35.339,00 | - 37.591,00 | - 39.997,00 |
| Inversiones | - 115.000 | - 113.002 | - 119.024 | - 125.430 | - 132.246 |
| Variación en otros activos | 1.485 | 1.578 | 1.679 | 1.786 | 1.900 |
| Flujo de Fondos Netos | 228.726 | 248.548 | 261.472 | 275.212 | 289.821 |
| Valor terminal de los activos | | | | | 6.171.550,37 |
| Factor de descuento activos | 1,068 | 1,140 | 1,218 | 1,301 | 1,389 |
| Valor presente de la firma a la Ku | 5.510.786,58 | 214.182,80 | 217.945,89 | 214.700,60 | 211.613,93 |
| Ahorro fiscal | 5.783,61 | 5.783,61 | 5.882,52 | 4.424,91 | 894,39 |
| Valor terminal del escudo fiscal | | | | | 19.045,47 |
| Factor de descuento escudo fiscal | 1,068 | 1,140 | 1,218 | 1,301 | 1,389 |
| Valor presente del escudo fiscal | 33.077,21 | 5.416 | 5.072 | 4.830 | 14.357 |
| APV | 5.543.863,80 | | | | |
| Valor de la deuda | 627.306,00 | | | | |
| Caja | 178.494,00 | | | | |
| Patrimonio Neto | 5.095.051,80 | | | | |
| Acciones Carter's Inc. | 48.146.075,00 | | | | |
| Precio por acción | 105,82 | | | | |
| Valor de la acción a Dic 2017 | 117,49 | | | | |
| | 119,39 | | 13% | | |

Comparando con el escenario base, se puede observar que el precio de la acción disminuye un 13% respecto al escenario base.

8.2.2. Disminución de la Ku

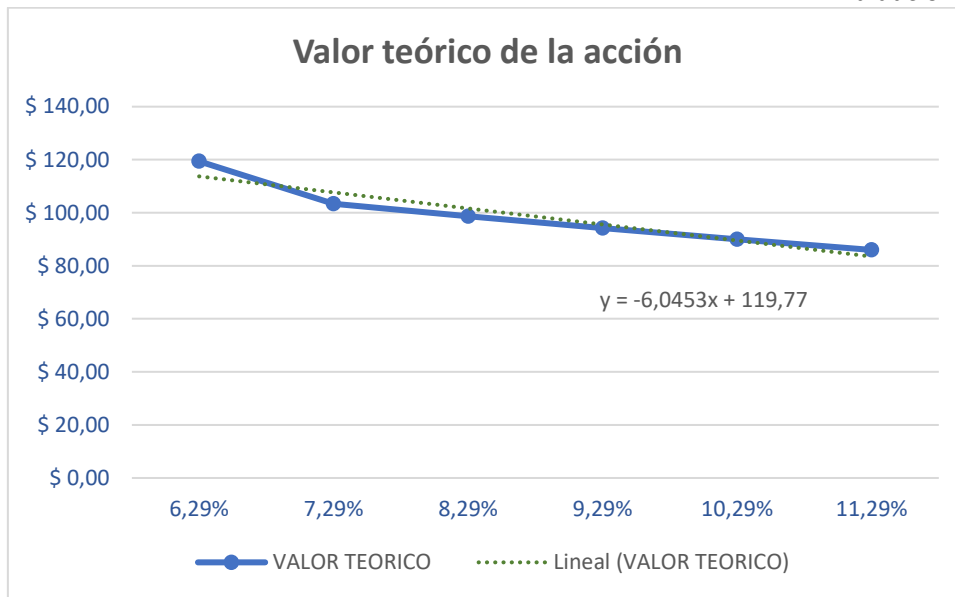
Ahora supongamos que las variables que componen el cálculo de la tasa de descuento, se modifican tal que resultan en una disminución de la Ku. Se supondrá una disminución de un 0,5% en ésta. Así, el flujo de fondos proyectado quedaría de la siguiente manera:

Flujo de fondos proyectado con disminución en la Ku

| | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ganancia o pérdida Operativa | 372.107 | 391.739 | 412.616 | 434.824 | 458.453 |
| %t | 21,00% | 21,00% | 21,00% | 21,00% | 21,00% |
| EBIT (1-t) | 293.965 | 309.474 | 325.967 | 343.511 | 362.178 |
| Depreciaciones | 79.531 | 83.727 | 88.189 | 92.936 | 97.986 |
| Flujo de Fondos Operativo | 373.496 | 393.201 | 414.156 | 436.447 | 460.164 |
| Variación en capital de trabajo | - 31.255,00 | - 33.230,00 | - 35.339,00 | - 37.591,00 | - 39.997,00 |
| Inversiones | - 115.000 | - 113.002 | - 119.024 | - 125.430 | - 132.246 |
| Variación en otros activos | 1.485 | 1.578 | 1.679 | 1.786 | 1.900 |
| Flujo de Fondos Netos | 228.726 | 248.548 | 261.472 | 275.212 | 289.821 |
| Valor terminal de los activos | | | | | 6.171.550,37 |
| Factor de descuento activos | 1,058 | 1,119 | 1,184 | 1,253 | 1,325 |
| Valor presente de la firma a la Ku | 5.755.294,98 | 216.207,40 | 222.085,72 | 220.846,83 | 219.729,38 |
| Ahorro fiscal | 5.783,61 | 5.783,61 | 5.882,52 | 4.424,91 | 894,39 |
| Valor terminal del escudo fiscal | | | | | 19.045,47 |
| Factor de descuento escudo fiscal | 1,058 | 1,119 | 1,184 | 1,253 | 1,325 |
| Valor presente del escudo fiscal | 34.185,02 | 5.467 | 5.168 | 4.969 | 15.049 |
| APV | 5.789.479,99 | | | | |
| Valor de la deuda | 627.306,00 | | | | |
| Caja | 178.494,00 | | | | |
| Patrimonio Neto | 5.340.667,99 | | | | |
| Acciones Carter's Inc. | 48.146.075,00 | | | | |
| Precio por acción | 110,93 | | | | |
| Valor de la acción a Dic 2017 | 117,49 | | | | |
| | 119,39 | | 7,6% | | |

En este caso, se puede observar que el precio de la acción disminuye un 7,6% respecto al escenario base.

En el siguiente gráfico podemos apreciar, como cambia el precio teórico de la acción, ante cambios del 1% en la tasa de descuento Ku:



En promedio, ante un cambio incremental unitario en la tasa de descuento, el precio de la acción baja un 6%. Se puede decir que el precio de la acción para la compañía Carter's, no es muy sensible ante cambios en la tasa de descuento, ya que el precio de la acción no se modifica sustancialmente.

8.3. ESCENARIO POSITIVO

Crecimiento de las ventas:

Se ha supuesto un incremento del 5% anual en las ventas de la compañía, considerando las variables macroeconómicas dadas como drivers para el valor total de Carter's. Sin embargo, los supuestos tomados para valorar las mismas pueden ser distintos a los estimados. Se suponen los siguientes incrementos para los distintos segmentos de ventas:

| Segmento | Crecimiento en Ventas |
|----------------------------------|-----------------------|
| Retail Estados Unidos | 8% |
| Ventas Mayoristas Estados Unidos | 3% |
| Ventas Internacionales | 8% |

Para proyectar estos valores, se supone que aumenta la demanda dada por una disminución en las tasas para consumo. Paralelamente se supone que la compra de Skip Hop, trae aparejado un mayor aumento en el consumo de las otras marcas debido a la sinergia

generada por la adquisición. Se supone que esto genera también sinergia en los costos de ventas, y estos disminuyen un 5%. El resto de los costos se suponen iguales respecto al escenario base.

A continuación, se expone como quedaría el Balance proyectado:

Balance proyectado aumento en ventas respecto al escenario base

| ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL PROYECTADO | | | | | |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| ACTIVOS | 2018 E | 2019 E | 2020 E | 2021 E | 2022 E |
| Activos corrientes | 3.611.959,65 | 3.838.618,78 | 4.081.541,71 | 4.341.973,47 | 4.621.257,03 |
| Caja y equivalentes | 189.598,6 | 201.496,4 | 214.247,9 | 227.918,5 | 242.578,6 |
| Cuentas por cobrar | 255.527,0 | 271.562,0 | 288.747,5 | 307.171,6 | 326.929,5 |
| Inventarios | 582.859,6 | 619.435,5 | 658.635,8 | 700.661,5 | 745.729,3 |
| Anticipos | 52.995,9 | 56.321,6 | 59.885,8 | 63.706,9 | 67.804,7 |
| Impuestos diferidos | - | - | - | - | - |
| Total Activo corriente | 1.080.981,2 | 1.148.815,4 | 1.221.517,0 | 1.299.458,5 | 1.383.042,1 |
| Propiedades, planta y equipamiento | 401.435,8 | 426.626,8 | 453.625,5 | 482.570,0 | 513.609,8 |
| Marcas | 388.293,0 | 412.659,3 | 438.774,0 | 466.771,0 | 496.794,5 |
| Activos intangibles | 244.759,4 | 260.118,6 | 276.579,9 | 294.227,7 | 313.153,0 |
| Relaciones con clientes | 50.982,0 | 54.181,2 | 57.610,0 | 61.286,0 | 65.228,0 |
| Otros activos | 30.204,0 | 32.099,4 | 34.130,8 | 36.308,6 | 38.644,0 |
| Total assets | 2.196.655,4 | 2.334.500,8 | 2.482.237,2 | 2.640.621,8 | 2.810.471,4 |
| PASIVO | | | | | |
| Pasivo corriente | | | | | |
| Deudas por pagar | 193.443,86 | 205.582,92 | 218.593,02 | 232.540,83 | 247.498,27 |
| Otros activos corrientes | 155.624,82 | 165.390,65 | 175.857,23 | 187.078,19 | 199.111,39 |
| Total pasivos corrientes | 349.068,68 | 370.973,58 | 394.450,25 | 419.619,01 | 446.609,66 |
| Deuda a largo plazo | 655.710,45 | 696.857,85 | 740.957,76 | 788.236,21 | 838.936,98 |
| Impuestos diferidos | 90.126,65 | 95.782,31 | 101.843,79 | 108.342,16 | 115.310,92 |
| Otras deudas a largo plazo | 191.334,30 | 203.340,99 | 216.209,21 | 230.004,91 | 244.799,24 |
| Total deudas | 1.286.240,07 | 1.366.954,72 | 1.453.461,01 | 1.546.202,29 | 1.645.656,81 |
| Patrimonio Neto | 910.415,31 | 967.546,06 | 1.028.776,18 | 1.094.419,52 | 1.164.814,55 |
| Total deudas y patrimonio neto | 2.196.655,39 | 2.334.500,78 | 2.482.237,19 | 2.640.621,81 | 2.810.471,36 |

Estado de resultados proyectado con aumento en ventas respecto al escenario base

| Estado de Resultados Proyectado | | | | | | |
|--------------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| <i>Espresado en miles de dólares</i> | | | | | | |
| | 2018 E | 2019 E | 2020 E | 2021 E | 2022 E | |
| Ventas Netas | 3.400.410,00 | 3.611.959,65 | 3.838.618,78 | 4.081.541,71 | 4.341.973,47 | 4.621.257,03 |
| Retail Estados Unidos | 1.775.287,00 | 1.917.309,96 | 2.070.694,76 | 2.236.350,34 | 2.415.258,36 | 2.608.479,03 |
| Ventas Mayoristas Estados Unidos | 1.209.663,00 | 1.245.952,89 | 1.283.331,48 | 1.321.831,42 | 1.361.486,36 | 1.402.330,95 |
| Ventas Internacionales | 415.460,00 | 448.696,80 | 484.592,54 | 523.359,95 | 565.228,74 | 610.447,04 |
| Costo de la Mercadería Vendida | 1.917.096,00 | 1.986.577,81 | 2.111.240,33 | 2.244.847,94 | 2.388.085,41 | 2.541.691,37 |
| Ganancia Bruta | 1.483.314,00 | 1.625.381,84 | 1.727.378,45 | 1.836.693,77 | 1.953.888,06 | 2.079.565,66 |
| Gastos generales de Administración | 1.106.927,00 | 1.119.707,49 | 1.189.971,82 | 1.265.277,93 | 1.346.011,78 | 1.432.589,68 |
| Ingresos por Licencias | 43.181,00 | 46.955,48 | 49.902,04 | 53.060,04 | 56.445,66 | 60.076,34 |
| Ingreso neto Operativo | 419.568,00 | 552.629,83 | 587.308,67 | 624.475,88 | 664.321,94 | 707.052,33 |

Flujo de fondos proyectado con aumento en ventas respecto al escenario base

| | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ganancia o pérdida Operativa | 552.630 | 587.309 | 624.476 | 664.322 | 707.052 |
| %t | 21,00% | 21,00% | 21,00% | 21,00% | 21,00% |
| EBIT (1-t) | 436.578 | 463.974 | 493.336 | 524.814 | 558.571 |
| Depreciaciones | 79.531 | 83.727 | 88.189 | 92.936 | 97.986 |
| Flujo de Fondos Operativo | 516.109 | 547.701 | 581.525 | 617.750 | 656.557 |
| Variación en capital de trabajo | - 37.241,56 | - 17.996,56 | - 41.192,79 | - 44.154,76 | - 47.343,67 |
| Inversiones | - 115.000 | - 115.159 | - 122.446 | - 130.259 | - 138.638 |
| Variación en otros activos | 1.485 | 1.578 | 1.679 | 1.786 | 1.900 |
| Flujo de fondos Neto | 365.352 | 416.124 | 419.565 | 445.122 | 472.476 |
| Valor terminal de los activos | | | | | 11.233.695,09 |
| Factor de descuento activos | 1,063 | 1,130 | 1,201 | 1,276 | 1,357 |
| Valor presente de la firma a la Ku | 10.039.055,93 | 343.731,29 | 368.331,08 | 349.399,22 | 348.746,08 |
| Ahorro fiscal | 5.783,61 | 5.783,61 | 5.882,52 | 4.424,91 | 894,39 |
| Valor terminal del escudo fiscal | | | | | 21.265,22 |
| Factor de descuento escudo fiscal | 1,063 | 1,130 | 1,201 | 1,276 | 1,357 |
| Valor presente del escudo fiscal | 35.260,58 | 5.441 | 5.119 | 4.899 | 16.334 |
| APV | 10.074.316,51 | | | | |
| Valor de la deuda | 627.306,00 | | | | |
| Caja | 178.494,00 | | | | |
| Patrimonio Neto | 9.625.504,51 | | | | |
| Acciones Carter's Inc. | 48.146.075,00 | | | | |
| Precio por acción | 199,92 | | | | |
| Valor de la acción a Dic 2017 | 117,49 | | | | |
| | 119,39 | 67,46% | | | |

Bajo los supuestos previstos, con variables más favorables para la proyección de los flujos del negocio, se llega a un valor teórico de la acción de \$199,92. Un 67,46% más respecto al escenario base. Es un valor muy superior a la cotización de cierre de año calendario y fiscal del 2017.

8.4. ESCENARIO NEGATIVO

Disminución de las ventas:

Para este escenario, se suponen los siguientes cambios en las variables:

| Segmento | Crecimiento en Ventas |
|----------------------------------|-----------------------|
| Retail Estados Unidos | 5% |
| Ventas Mayoristas Estados Unidos | 1% |
| Ventas Internacionales | 5% |

Llegando a un promedio de aumento de ventas del 4%. También para este caso, supondremos un aumento en los costos de ventas de un 5% superior en relación con el escenario base. Los resultados se muestran a continuación:

Balance proyectado aumento en ventas respecto al escenario base

| ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL PROYECTADO | | | | | |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| ACTIVOS | 2018 E | 2019 E | 2020 E | 2021 E | 2022 E |
| Activos corrientes | 3.522.043,98 | 3.649.275,79 | 3.782.380,49 | 3.921.646,84 | 4.067.377,97 |
| Caja y equivalentes | 184.878,8 | 191.557,4 | 198.544,4 | 205.854,7 | 213.504,4 |
| Cuentas por cobrar | 249.166,0 | 258.166,9 | 267.583,4 | 277.435,7 | 287.745,5 |
| Inventarios | 568.350,0 | 588.881,3 | 610.360,3 | 632.833,7 | 656.350,2 |
| Anticipos | 51.676,7 | 53.543,4 | 55.496,4 | 57.539,8 | 59.678,0 |
| Impuestos diferidos | - | - | - | - | - |
| Total Activo corriente | 1.054.071,4 | 1.092.149,1 | 1.131.984,5 | 1.173.663,9 | 1.217.278,1 |
| Propiedades, planta y equipamiento | 391.442,5 | 405.583,1 | 420.376,5 | 435.854,6 | 452.051,3 |
| Marcas | 378.626,9 | 392.304,6 | 406.613,6 | 421.585,0 | 437.251,4 |
| Activos intangibles | 238.666,4 | 247.288,0 | 256.307,7 | 265.744,9 | 275.620,1 |
| Relaciones con clientes | 49.712,8 | 51.508,7 | 53.387,4 | 55.353,1 | 57.410,1 |
| Otros activos | 29.452,1 | 30.516,1 | 31.629,1 | 32.793,7 | 34.012,3 |
| Total assets | 2.141.972,1 | 2.219.349,6 | 2.300.298,8 | 2.384.995,3 | 2.473.623,4 |
| PASIVO | | | | | |
| Pasivo corriente | | | | | |
| Deudas por pagar | 188.628,29 | 195.442,38 | 202.571,00 | 210.029,61 | 217.834,46 |
| Otros activos corrientes | 151.750,72 | 157.232,63 | 162.967,57 | 168.968,00 | 175.246,97 |
| Total pasivos corrientes | 340.379,01 | 352.675,00 | 365.538,57 | 378.997,61 | 393.081,43 |
| Deuda a largo plazo | 639.387,27 | 662.484,77 | 686.648,43 | 711.930,66 | 738.386,50 |
| Impuestos diferidos | 87.883,05 | 91.057,77 | 94.379,04 | 97.854,05 | 101.490,38 |
| Otras deudas a largo plazo | 186.571,25 | 193.311,03 | 200.361,91 | 207.739,18 | 215.458,92 |
| Total deudas | 1.254.220,58 | 1.299.528,57 | 1.346.927,94 | 1.396.521,50 | 1.448.417,22 |
| Patrimonio Neto | 887.751,55 | 919.821,06 | 953.370,87 | 988.473,76 | 1.025.206,13 |
| Total deudas y patrimonio neto | 2.141.972,12 | 2.219.349,63 | 2.300.298,81 | 2.384.995,26 | 2.473.623,35 |

Estado de resultados proyectado con aumento en ventas respecto al escenario base

| Estado de Resultados Proyectado | 2018 E | 2019 E | 2020 E | 2021 E | 2022 E | |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <i>Espresado en miles de dólares</i> | | | | | | |
| Ventas Netas | 3.400.410,00 | 3.522.043,98 | 3.649.275,79 | 3.782.380,49 | 3.921.646,84 | 4.067.377,97 |
| Retail Estados Unidos | 1.775.287,00 | 1.864.051,35 | 1.957.253,92 | 2.055.116,61 | 2.157.872,44 | 2.265.766,07 |
| Ventas Mayoristas Estados Unidos | 1.209.663,00 | 1.221.759,63 | 1.233.977,23 | 1.246.317,00 | 1.258.780,17 | 1.271.367,97 |
| Ventas Internacionales | 415.460,00 | 436.233,00 | 458.044,65 | 480.946,88 | 504.994,23 | 530.243,94 |
| Costo de la Mercadería Vendida | 1.917.096,00 | 2.289.328,59 | 2.372.029,27 | 2.458.547,32 | 2.549.070,45 | 2.643.795,68 |
| Ganancia Bruta | 1.483.314,00 | 1.232.715,39 | 1.277.246,53 | 1.323.833,17 | 1.372.576,39 | 1.423.582,29 |
| Gastos generales de Administración | 1.106.927,00 | 1.091.833,63 | 1.131.275,50 | 1.172.537,95 | 1.215.710,52 | 1.260.887,17 |
| Ingresos por Licencias | 43.181,00 | 45.786,57 | 47.440,59 | 49.170,95 | 50.981,41 | 52.875,91 |
| Ingreso neto Operativo | 419.568,00 | 186.668,33 | 193.411,62 | 200.466,17 | 207.847,28 | 215.571,03 |

Flujo de fondos proyectado con aumento en ventas respecto al escenario base

| | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Ganancia o pérdida Operativa | 186.668 | 193.412 | 200.466 | 207.847 | 215.571 |
| %t | 21,00% | 21,00% | 21,00% | 21,00% | 21,00% |
| EBIT (1-t) | 147.468 | 152.795 | 158.368 | 164.199 | 170.301 |
| Depreciaciones | 79.531 | 83.727 | 88.189 | 92.936 | 97.986 |
| Flujo de fondos Operativo | 226.999 | 236.522 | 246.558 | 257.135 | 268.287 |
| Variación en capital de trabajo | - 31.255,00 | - 33.230,00 | - 35.339,00 | - 37.591,00 | - 39.997,00 |
| Inversiones | - 115.000 | - 109.478 | - 113.471 | - 117.649 | - 122.021 |
| Variación en otros activos | 1.485 | 1.578 | 1.679 | 1.786 | 1.900 |
| Flujo de fondos neto | 82.229 | 95.393 | 99.426 | 103.680 | 108.169 |
| Valor terminal de los activos | | | | | 2.571.846,12 |
| Factor de descuento activos | 1,063 | 1,130 | 1,201 | 1,276 | 1,357 |
| Valor presente de la firma a la Ku | 2.301.321,29 | 77.362,84 | 84.436,41 | 82.798,44 | 81.232,04 |
| Ahorro fiscal | 5.783,61 | 5.783,61 | 5.882,52 | 4.424,91 | 894,39 |
| Valor terminal del escudo fiscal | | | | | 21.265,22 |
| Factor de descuento escudo fiscal | 1,063 | 1,130 | 1,201 | 1,276 | 1,357 |
| Valor presente del escudo fiscal | 35.260,58 | 5.441 | 5.119 | 4.899 | 16.334 |
| APV | 2.336.581,87 | | | | |
| Valor de la deuda | 627.306,00 | | | | |
| Caja | 178.494,00 | | | | |
| Patrimonio Neto | 1.887.769,87 | | | | |
| Acciones Carter's Inc. | 48.146.075,00 | | | | |
| Precio por acción | 39,21 | | | | |
| Valor de la acción a Dic 2017 | 117,49 | | | | |
| | 119,39 | | | | -67,16% |

Finalmente, se puede observar como disminuyó el valor teórico de la acción respecto al escenario base. Bajó un 67,16%. Estas variaciones del precio por la acción muestran que estos flujos son muy sensibles a los cambios en la tasa de rentabilidad de la firma.

9. Reseña del precio de la acción durante el último año

El siguiente gráfico corresponde a la página oficial de "Yahoo Finance", donde se puede observar el comportamiento del precio de la acción del último año calendario anterior al que se comenzó a proyectar.

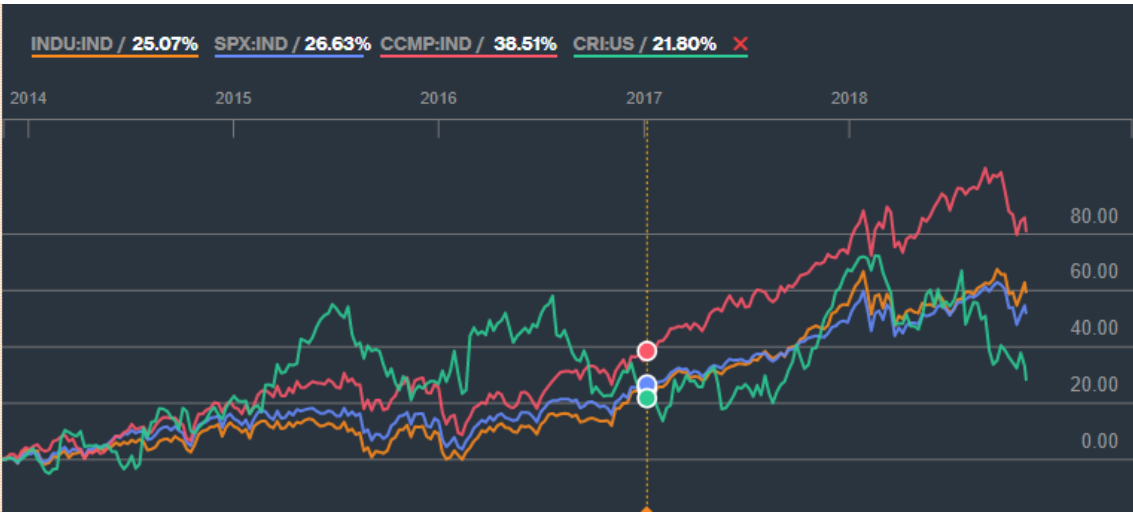
Trabajo Final de Graduación
Valuación de Carter's Inc.



Fuente: Yahoo Finance

Se observa claramente, como el mercado percibe como un gran valor añadido al negocio, la compra de Skip Hop en el año 2017. Esto marcó una marcada tendencia alcista, arrancando el 2017 con un valor de cotización de \$86,94 hacia un precio de \$117,85 finalizando el año. El precio de la acción subió un 36%.

En el siguiente gráfico, se puede observar como la acción de Carter's Inc. acompaña al movimiento del mercado durante el año 2017, aunque en un nivel levemente inferior en la primera mitad del año, y en la segunda mitad se observa el incremento mencionado en el párrafo anterior.



10. Conclusión

Se ha empleado el método de Flujo de Fondos Descontados para realizar la valuación de Carter's Inc. Se usó la metodología del APV (Valor presente Ajustado). Se tuvieron en cuenta los drivers macro relacionados al negocio en cuestión y en los mercados en donde el mismo opera. De esta forma se estimaron las ventas para el escenario base, para luego ser comparado con el flujo de fondos proyectado modificando las otras variables claves.

En la proyección, se obtuvo un valor teórico de la acción de \$119,39. Comparando con el valor de cotización de la acción de Carter's del último día de trading en el NYSE para el año 2017 de \$117,49, se concluye que la acción está un 1,61% subestimadaa respecto a su valor teórico.

Del análisis de sensibilidad realizado con la tasa de descuento, se pudo ver que el valor de la compañía no es altamente sensible a cambios en la misma, ya que los cambios porcentuales realizados a la K_u , modificaron el precio teórico de la acción en promedio en un 5% aproximadamente. Sin embargo, es muy sensible a los cambios en el crecimiento de las ventas y la rentabilidad de la compañía, ya que el precio de la acción se modifica sustancialmente.

Finalmente, se considera que los supuestos fundidos en este trabajo para realizar la estimación de los flujos proyectados para un horizonte de 5 años para Carter's Inc, son correctos y cercanos a una futura realidad para el negocio en cuestión, habiendo analizado tanto el contexto macroeconómico como micro.

11. Anexos

11.1. ANEXO 1

| | Ventas netas | % de participacion en ventas | Ventas netas | % de participacion en ventas | Ventas netas | % de participacion en ventas | Ventas netas | % de participacion en ventas | Ventas netas | % de participacion en ventas |
|----------------------------------|-----------------|------------------------------|-----------------|------------------------------|-----------------|------------------------------|-----------------|------------------------------|-----------------|------------------------------|
| Retail Estados Unidos | \$ 1.243.471,00 | 47% | \$ 1.422.305,00 | 49% | \$ 1.514.355,00 | 50% | \$ 1.656.414,00 | 52% | \$ 1.755.287,00 | 52% |
| <i>Variación</i> | | | 14,38% | | 6,47% | | 9,38% | | 5,97% | |
| Ventas Mayoristas Estados Unidos | \$ 1.109.984,00 | 42% | \$ 1.155.089,00 | 40% | \$ 1.173.313,00 | 39% | \$ 1.178.034,00 | 37% | \$ 1.209.663,00 | 36% |
| <i>Variación</i> | | | 4,06% | | 1,58% | | 0,40% | | 2,68% | |
| Ventas Internacionales | \$ 285.256,00 | 11% | \$ 316.474,00 | 11% | \$ 326.211,00 | 11% | \$ 364.736,00 | 11% | \$ 415.460,00 | 12% |
| <i>Variación</i> | | | 10,94% | | 3,08% | | 11,81% | | 13,91% | |
| Total ventas netas | \$ 2.638.711,00 | 100% | \$ 2.893.868,00 | 100% | \$ 3.013.879,00 | 100% | \$ 3.199.184,00 | 100% | \$ 3.400.410,00 | 100% |
| <i>Variación</i> | | | 10,94% | | 3,08% | | 11,81% | | 13,91% | |
| <i>Variación promedio ANUAL</i> | | 10% | | | | | | | | |

Fuente: elaboración propia a partir del reporte anual de Carter's Inc. 2017.



11.2. ANEXO 2



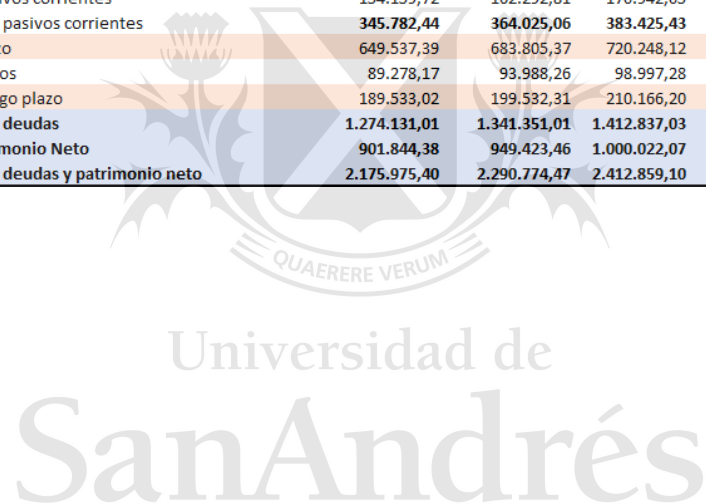
Fuente: datosmacro.expansion.com



11.3 ANEXO 3

Estado de situación Patrimonial Proyectado – Escenario base

| ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL PROYECTADO | | | | | |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| ACTIVOS | 2018 E | 2019 E | 2020 E | 2021 E | 2022 E |
| Activos corrientes | 3.577.955,55 | 3.766.719,63 | 3.967.463,33 | 4.181.000,56 | 4.408.201,69 |
| Caja y equivalentes | 187.813,7 | 197.722,3 | 208.259,7 | 219.468,7 | 231.394,9 |
| Cuentas por cobrar | 253.121,4 | 266.475,5 | 280.677,0 | 295.783,6 | 311.856,9 |
| Inventarios | 577.372,4 | 607.833,2 | 640.227,0 | 674.685,4 | 711.348,7 |
| Anticipos | 52.497,0 | 55.266,6 | 58.212,0 | 61.345,1 | 64.678,7 |
| Impuestos diferidos | - | - | - | - | - |
| Total Activo corriente | 1.070.804,5 | 1.127.297,5 | 1.187.375,8 | 1.251.282,8 | 1.319.279,2 |
| Propiedades, planta y equipamiento | 397.656,5 | 418.635,9 | 440.946,7 | 464.679,4 | 489.930,7 |
| Marcas | 384.637,5 | 404.930,0 | 426.510,4 | 449.466,1 | 473.890,7 |
| Activos intangibles | 242.455,1 | 255.246,5 | 268.849,6 | 283.319,6 | 298.715,6 |
| Relaciones con clientes | 50.502,0 | 53.166,4 | 55.999,8 | 59.013,9 | 62.220,7 |
| Otros activos | 29.919,7 | 31.498,2 | 33.176,8 | 34.962,5 | 36.862,4 |
| Total assets | 2.175.975,4 | 2.290.774,5 | 2.412.859,1 | 2.542.724,3 | 2.680.899,3 |
| PASIVO | | | | | |
| Pasivo corriente | | | | | |
| Deudas por pagar | 191.622,72 | 201.732,26 | 212.483,38 | 223.919,69 | 236.087,78 |
| Otros activos corrientes | 154.159,72 | 162.292,81 | 170.942,05 | 180.142,51 | 189.931,69 |
| Total pasivos corrientes | 345.782,44 | 364.025,06 | 383.425,43 | 404.062,19 | 426.019,47 |
| Deuda a largo plazo | 649.537,39 | 683.805,37 | 720.248,12 | 759.013,39 | 800.259,19 |
| Impuestos diferidos | 89.278,17 | 93.988,26 | 98.997,28 | 104.325,52 | 109.994,71 |
| Otras deudas a largo plazo | 189.533,02 | 199.532,31 | 210.166,20 | 221.477,78 | 233.513,18 |
| Total deudas | 1.274.131,01 | 1.341.351,01 | 1.412.837,03 | 1.488.878,89 | 1.569.786,55 |
| Patrimonio Neto | 901.844,38 | 949.423,46 | 1.000.022,07 | 1.053.845,36 | 1.111.112,72 |
| Total deudas y patrimonio neto | 2.175.975,40 | 2.290.774,47 | 2.412.859,10 | 2.542.724,25 | 2.680.899,27 |



12. Bibliografía

1. Barrie, L. (2014). Management briefing: Outlook 2014: Apparel industry issues to watch: Outlook 2014: Other issues to watch. *Just - Style*, 11-17.
2. Damodaran, Aswath, "Investment Valuation", John Wiley, 2002 (2ª ed.).
3. Luehrman, Timothy A., "Using APV: A better tool for Valuing Operations", *Harvard Business Review*, May-June 1997.
4. Modigliani, Franco y Miller, Merton, "Corporate Income, Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *The American Economic Review*, vol. 53 junio 1963. Pp.: 433-443.
5. Newbery, M. (2011). Tomorrow's apparel industry: Products, markets, sourcing and processes - forecasts to 2017 - 2011 edition: Supply chain external influences impacting the apparel industry. *Just - Style*, 37-42.
6. Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin. *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies (Valuación. Medición y administración del valor de la empresa)*, (McKinsey & Company, Inc.) 2ª edición, Wiley.
7. Sitios de internet:
www.carters.com
www.consensuseconomics.com
www.damodaran.org
www.datosmacro.expansion.com
www.spindices.com