



FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES

FINANZAS CORPORATIVAS: VALORACIÓN DE UNA COMPAÑÍA DE LA INDUSTRIA DEL TEXTIL, HUGO BOSS AG.

Clave: 201513582

Coordinador: Prof. Francisco Javier Fuertes Pérez

Índice de contenidos:

Índice de gráficos y tablas	2
I. Resumen	3
II. Palabras clave	3
III. Abstract.....	3
IV. Keywords.....	3
1. Introducción.....	4
2. Marco teórico sobre la valoración de compañías.....	6
A. Método dinámico: Descuento de flujos de caja.....	6
1. Estimación de los flujos de caja libres a futuros:	6
2. El coste medio ponderado del capital:	8
3. Estimación del valor residual:	10
4. Actualización de los flujos de caja:	11
5. Estimación del valor de los recursos propios:	11
B. Valoración por múltiplos	12
3. Objeto de estudio: La empresa Hugo Boss	16
A. Presentación de HUGO BOSS.....	16
1. Historia de compañía:	16
2. Mercados y Productos de Hugo Boss:	17
3. Estrategia actual y modelo económico:	21
B. Información financiera de Hugo Boss.....	23
1. Los activos de renta variable y repartición de las acciones:	23
2. La estructura financiera de Hugo Boss:	24
3. La política de dividendos de Hugo Boss:	25
C. El entorno macroeconómico de HUGO BOSS.....	26
1. Las características del consumo global:	26
2. Situación coyuntural del sector Upper Premium:	29
4. Valoración de la compañía Hugo Boss	33
A. Análisis bursátil de la evolución de la cotización.....	33
B. Valoración de HUGO BOSS con el método de Descuento de Flujos de Caja	35
1. Estimación de los flujos de caja libres:	35
2. Estimación del WACC:	37
3. Estimación del valor residual:	41
4. Actualización de los flujos de caja:	42
5. Estimación del valor de los recursos propios:	43
6. Análisis de sensibilidad:	43
C. Valoración por múltiplos comparables.....	45
D. La prima de control de Hugo Boss	46
5. Conclusión	49
IV. Bibliografía	52

Índice de gráficos y tablas

<i>Grafico 1: Segmentación del mercado del lujo</i>	18
<i>Grafico 2: División de la base de inversores</i>	24
<i>Grafico 4: Evolución del comercio electrónico mundial entre 2013 y 2018</i>	27
<i>Grafico 5: Evolución del comercio electrónico entre 2013 y 2018</i>	28
<i>Grafico 6: Tamaño del mercado del lujo</i>	31
<i>Grafico 7: Evolución bursátil de la acción de Hugo Boss entre 2011 y 2016</i>	33
<i>Grafico 8: Evolución bursátil de la acción Hugo Boss en 2017</i>	34
<i>Grafico 9: Evolución bursátil de la acción de Hugo Boss en 2018</i>	34
<i>Tabla 1: Expectativas de ventas de varios analistas</i>	35
<i>Tabla 2: Expectativas de CAPEX de varios analistas</i>	36
<i>Tabla 3: Elaboración propia, expectativas de flujos de caja</i>	36
<i>Tabla 4: Tasas de activo libre de riesgo de ocho países</i>	37
<i>Tabla 5: Primas de riesgo de ocho países</i>	38
<i>Tabla 6: Betas de analistas y elaboración propia</i>	39
<i>Tabla 7: Calculo del coste de los recursos propios</i>	39
<i>Tabla 8: Comparaciones del apalancamiento de empresas del sector Premium</i>	40
<i>Tabla 9: Apalancamiento financiero optimo</i>	40
<i>Tabla 10: Calculo del coste de la deuda</i>	40
<i>Tabla 11: Calculo del coste medio de los recursos de Hugo Boss</i>	41
<i>Tabla 12: Estimación del valor residual</i>	41
<i>Tabla 13: Actualización de los flujos de caja</i>	42
<i>Tabla 14: Estimación del valor de los recursos propios</i>	43
<i>Tabla 15: Análisis de sensibilidad sobre el Enterprise Value</i>	44
<i>Tabla 16: Análisis de sensibilidad sobre el Equity Value</i>	44
<i>Tabla 17: Valoración por múltiplos comparables</i>	45
<i>Grafico 10: Prima de control media por sector de actividad en 2018</i>	46
<i>Grafico 11: Prima de control en función de la capitalización bursátil en 2018</i>	47
<i>Grafico 12: Prima de control en los países de Europa del oeste en 2018</i>	47
<i>Grafico 13: Prima de control en función del porcentaje de adquisición en 2018</i>	48

I. Resumen

Este trabajo demuestra la importancia del desarrollo de varios métodos de valoración, como el método de Descuento de flujos de caja libres a futuro, análisis bursátil y la valoración por múltiplos comparables, a la hora de invertir o diversificar una cartera de acciones. Gracias a la definición de los métodos de valoración existentes, y al desarrollo de esos mismos, era posible ponerlos en práctica en el caso de estudio. Del análisis de la empresa y del entorno macroeconómico, se concluye que la compañía Hugo Boss tiene una salud financiera fuerte y expectativas de crecimiento a futuro positivas mientras que evoluciona dentro de un sector incierto. Asimismo, el desarrollo de los métodos de valoración sobre la empresa Hugo Boss demuestra que el precio de su acción está infravalorado y, representa una inversión interesante para accionistas minoritarios y mayoritarios.

II. Palabras clave: valoración de empresas, Hugo Boss, accionistas, *Premium*, valor, carteras, inversiones.

III. Abstract

This work demonstrates the importance of the development of various valuation methods (discounted cash flows, stock market analysis and comparable company analysis) when investing in or diversifying a portfolio of shares. With the definition of existing valuation methods and their development, it was possible to put them into practice in the case study. From the analysis of the company and of the macroeconomic environment, it can be concluded that Hugo Boss shows a strong financial health and positive future growth expectations while evolving within an uncertain sector. Moreover, the development of valuation methods on the company reveals that its share price is undervalued and represents an interesting investment opportunity for minority and majority shareholders.

IV. Keywords: Company valuation, Hugo Boss, shareholders, *Premium*, value, portfolios, investments.

1. Introducción

La valoración de una empresa es esencial en todas las actividades que implican una transacción ya que contribuye a la fijación del precio, condición formal para la realización de la operación. Además, la valoración de una empresa puede ser desarrollada por los inversores al momento de elegir y diversificar sus carteras. Por esto, es imprescindible ser capaz de medir el valor de una empresa y comprender los elementos determinantes de este valor.

Se debe entender la diferencia entre el precio y el valor. En efecto, el precio (que puede ser también considerado como el valor financiero) representa el valor intrínseco de la empresa, universal e igual para todos. Asimismo, se observan algunos factores que influyen sobre la fijación del precio, como la rareza, la urgencia de la transacción o el número de potenciales compradores; mientras que el valor, que puede llamarse valor estratégico, integra los intereses estratégicos propios de todos los inversores o participantes en la transacción, vendedor y comprador. Hay entonces tanto valores estratégicos como de compradores o inversores potenciales. Por consiguiente, el valor no es igual al precio, determinando el valor de las empresas a partir del empleo de modelos. Por lo tanto, los métodos de valoración permiten a los accionistas minoritarios o mayoritarios determinar el valor de una compañía, obtener una opinión propia sobre su salud financiera y desarrollar expectativas de crecimiento a futuro relacionado con sus análisis. El valor determinado permitirá a los accionistas elegir sus inversiones y ser capaces de gestionar sus carteras.

El presente trabajo de investigación académico está orientado a tratar de los métodos de valoración de empresas utilizados en las áreas financieras para facilitar la inversión y la diversificación de carteras. En concreto, a través de estas páginas, se intentará demostrar la importancia de la valoración de empresas a la hora de elegir o diversificar una cartera, basándose sobre una empresa del sector del textil como caso real de estudio. La empresa Hugo Boss, uno de los líderes mundiales en el sector de ropas de alta gama, fue elegido el caso de estudio porque da una imagen fiel del sector Premium. Asimismo, Hugo Boss representa una empresa global con una implantación a nivel internacional y evoluciona dentro de un entorno macroeconómico imprevisible. Mediante el estudio de la empresa Hugo Boss, el objetivo es saber si las acciones de esa misma representan una inversión interesante tanto para accionistas minoritarios que accionistas

mayoritarios. Por esas razones, se cabría preguntarse: ¿De acuerdo con los métodos de valoraciones existentes, son las acciones de Hugo Boss una inversión interesante y lucrativa a futuro?

Por otro lado, para conseguir este objetivo, se enfocó en el método deductivo, empezando por la definición de los métodos de valoraciones desarrollados en los libros y en clases, continuando con el proceso de deducción lógica, aplicando las definiciones a un caso de estudio. De esta manera, se recurrió al análisis de contenidos, ya que permite clasificar las diferentes partes de investigaciones anteriores relacionados a la valoración de empresas y extraer de ellos, las tendencias manifestadas. En efecto, se ha intentado sacar a la luz los métodos de valoraciones los más utilizados y desarrollados, utilizando estudios con informaciones fiables y veraz. Para definir los métodos de valoración existentes y desarrollar el caso de estudio, se ha recurrido a varias piezas de información, en concreto:

- Escritos de analistas financieros que desarrollan opiniones o métodos de valoración.
- Últimos informes publicados por consultorías en relación con el entorno macroeconómico.
- Últimos informes anuales disponibles en la pagina web de Hugo Boss.

El trabajo se estructura en cinco partes. En la primera se presenta la justificación, en la que se desarrolla la importancia de utilizar métodos de valoración para elegir y diversificar una cartera de acciones. Asimismo, en la parte de introducción, se enuncian los objetivos de la investigación y la metodología utilizada. En un segundo apartado, se repasa la literatura previa al respecto planteando así los métodos de valoración que serán desarrollados en el caso de estudio. El tercer punto hace referencia al análisis de las informaciones disponibles sobre la empresa elegida, Hugo Boss, para construir el análisis macroeconómica. El cuarto bloque recoge los principales resultados del estudio en relación con los tres métodos de valoración desarrollados: análisis bursátil, método de descuento de flujo de caja libres a futuro y, por ultimo, método de valoración por múltiplos comparables. Finalmente se extraen las principales conclusiones.

2. Marco teórico sobre la valoración de compañías

Como explicado anteriormente, el valor no es igual al precio, y por esto se utilizan modelos de valoración de empresas para determinar el valor de estas. Existen diferentes métodos de valoración de empresas: los métodos estáticos, los dinámicos, y por múltiplos. Los dos métodos más utilizados son el método dinámico de descuento de flujos de caja (DCF) y el de la valoración por múltiplos.

A. Método dinámico: Descuento de flujos de caja

El DCF, descuento de flujos de caja, representa uno de los principales métodos de valoración de empresas mediante la valoración por múltiplos. El método DCF es un método dinámico porque incorpora el factor tiempo. Utilizando el método DCF, se asume que el mercado no es eficiente y que el precio se puede desviar del valor real. Las ventajas del método DCF se basan en el hecho de que integra el riesgo del negocio en la valoración y toma en cuenta el valor temporal del dinero. Asimismo, se desarrollan flujos de caja libres a futuro para guardar una cierta uniformidad. El método DCF implica determinar los ingresos que generará un negocio, sus flujos de caja libres a futuros, y descontarlos para indicar el valor de su negocio en una fecha "t" determinada. El DCF suele desarrollarse con base a un análisis macroeconómico y sectorial efectuado con anticipación sobre la empresa estudiada.

1. Estimación de los flujos de caja libres a futuros:

En primer lugar; es importante destacar que se deben determinar los flujos de caja libres a futuros sobre un periodo de cuatro a diez años. Para ello, es necesario calcular el flujo de caja operativo; que es el flujo de caja generado por las actividades de la empresa que incorpora las ventas.

El flujo de caja operativo toma en cuenta las depreciaciones y los impuestos, pero no el financiamiento. Existen diversas formas de determinar los flujos de caja libres futuros, pero principalmente, se sigue la siguiente fórmula: del flujo de caja operativo (EBIT) se deducen los impuestos sobre el EBIT y la variación del *Capital Expenditure* (CAPEX); se añaden las amortizaciones y, en función de las empresas, se deduce o añade

la variación de las necesidades operativas de financiación (NOF) (Ross, Westerfield, Jaffe, Jordan, 2011).

El CAPEX representa la inversión en activo fijo bruto de las empresas, que hacen para mantener, adquirir o mejorar su activo no corriente. Se incluye en el CAPEX todos los gastos de capital que aumentan el valor de empresa. Existen dos tipos de CAPEX distintos: el CAPEX de mantenimiento y el CAPEX de expansión. El CAPEX de mantenimiento corresponde a lo que gastan las empresas para cubrir el deterioro de sus máquinas y mantener el mismo nivel de ventas; mientras que El CAPEX de expansión representa las inversiones en activos que hacen las empresas para mejorar el nivel actual de sus ventas. Es interesante analizar los gastos en CAPEX efectuados por las empresas, y medir el rendimiento de las inversiones generado por esos mismos. Para calcular los flujos de caja libres a futuros, se toma la variación del CAPEX entre un año y el año anterior, que representa la “adquisición de activos fijos menos las ventas de activos fijos” (ROSS et al., 2011).

El NOF (Necesidades Operativas de Financiación) representa el fondo de maniobra operativo y refleja la actividad real de la empresa. En la estimación de los flujos de caja, se toma en cuenta las variaciones del NOF, que se llama también *change in net working capital* (ROSS et al., 2011). El NOF está constituido por la suma de los clientes, de los almacenes y de los otros activos corrientes, del cual se deduce el monto de los proveedores y el de los otros pasivos corrientes. El NOF puede ser positivo o negativo en función de la actividad de la empresa. Por ejemplo, Inditex tiene un NOF negativo porque vende al contado, con un periodo medio de cobro de 17 días, y paga sus proveedores con un periodo medio de pago de 170 días. Las empresas con NOF negativo son, en general, empresas que venden al contado con un modelo de negocio *Business to Consumer*. Para calcular los flujos de caja libres a futuros, el NOF puede deducirse o añadirse. En efecto, si el fondo de maniobra operativo es positivo, se debe deducir; mientras que, si es negativo, se debe añadir.

Para conocer los flujos de caja libres a futuros, es imprescindible determinar las expectativas de las ventas a futuro. Con las expectativas de las ventas, se puede encontrar las expectativas de EBIT, de amortizaciones, y de NOF, porque son tres elementos que evolucionan con las ventas. Las expectativas de CAPEX pueden medirse con la tasa de crecimiento anual compuesto de los últimos años.

2. El coste medio ponderado del capital:

El coste medio ponderado del capital, o WACC, representa el coste que resulta de la capacidad de los inversores de elegir entre varios activos y de basar su elección en el riesgo que presentan los ingresos futuros de ese activo. Así, cuanto más volátil sea la renta generada por un activo, más riesgoso será y mayor será la rentabilidad exigida. Este equilibrio entre riesgo y rentabilidad es la base del método DCF.

En primer lugar, se determina el coste de los recursos propios y el coste de la deuda, con la utilización del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), desarrollado por Sharpe and Lintner. El coste de los recursos propios se desarrolla con la fórmula $K_E = TLR + (\beta_E \times PR)$ (Sharpe, 1964). La estimación de estos diversos parámetros representa una dificultad importante para el DCF, que en la mayoría de los casos requiere el acceso a bases de datos financieras, aunque esta información tiende a ser ampliamente difundida.

Las siglas *TLR* hacen referencia a la tasa libre de riesgo, lo que representa el tipo de interés de la deuda pública a diez años. Para determinar el coste de los recursos propios, se puede utilizar el promedio de las tasas libre de riesgo de los países en donde principalmente la empresa desarrolla su actividad. Es también posible utilizar la tasa libre de riesgo del país en que cotiza la empresa. Durante el análisis, se debe utilizar la tasa de riesgo más realista, que da una imagen fiel de la situación y del beneficio de la empresa. Un activo puede ser considerado sin riesgo si se conoce con certeza la rentabilidad esperada, es decir, que la rentabilidad real es la misma que la rentabilidad esperada. Para que la rentabilidad real sea igual a la rentabilidad esperada, el activo debe responder a dos condiciones: primero, debe ser un valor sin riesgo de impago; los únicos activos que son libres de riesgos son las deudas soberanas, porque los países son capaces de controlar sus políticas monetarias y la impresión de moneda. Segundo, para que la rentabilidad real sea igual a la rentabilidad esperada no debe existir riesgo de reinversión (Damodaran, 2002). Por ejemplo, si el bono alemán a diez años es reinvertido, no se podrán predecir las tasas de reinversión y entonces el rendimiento no podrá predecirse.

La prima de riesgo corresponde a la remuneración sistemática por riesgo de todo el mercado de renta variable ($R_m - R_f$), ponderada mediante un coeficiente de sensibilidad al riesgo (β) para tener en cuenta la volatilidad de la empresa en relación con el mercado (Sharpe, 1964). Para resumir, la prima de riesgo corresponde a la rentabilidad de una

acción, en comparación con la de un activo libre de riesgo, también llamado bono del Estado. De hecho, se trata de una rentabilidad adicional de la que se beneficiará el inversor como compensación por su inversión en un activo de riesgo. El objetivo de esta prima es permitir a los inversores invertir su dinero en activos de riesgo, intentando minimizar al máximo las pérdidas potenciales.

El coeficiente β de una sociedad cotizada se define en función de la volatilidad de su cotización en relación con la evolución del mercado. Esta medida puede obtenerse directamente de las bases de datos financieras. La β representa el riesgo sistemático de un activo en relación con el mercado y el multiplicador de la prima de riesgo. El riesgo sistemático representa un riesgo que no desaparece con la diversificación de la cartera y que afecta a todos los valores. La β es un parámetro que marca el nivel en que las variaciones del rendimiento del mercado influyen al rendimiento de una determinada acción, y demuestra la volatilidad de ese activo con respecto al mercado (ROSS et al., 2011). Todo esto se podría ejemplificar a través del siguiente ejemplo: la beta de la acción de Bank of América es igual a 1,86, lo que significa simplemente que, dadas las variaciones históricas de la acción, en comparación con el índice americano S&P500, la acción de Bank of América aumenta en promedio un 1,86% cuando el índice S&P500 aumenta un 1%. Por otro lado, cuando el S&P500 cae un 1%, la acción de Bank of América tiende a caer en un promedio de 1,86%. Asimismo, una β superior a 1, señala que la volatilidad de una acción determinada es superior a la volatilidad del mercado. Por ejemplo, una β de 1,5, significará que, si el índice CAC 40 varía en un 10%, la acción debería variar teóricamente en un 15%, por lo que amplificará los movimientos del mercado, ya que su β es superior a 1. Por el contrario, una β inferior a 1, destaca que la volatilidad de esa misma acción es inferior a la volatilidad del mercado. En el caso de las sociedades no cotizadas, es posible proceder con la β medida de las sociedades cotizadas. Sin embargo, este enfoque no está necesariamente adaptado a las empresas que no cotizan en bolsa, debido a su escasa diversificación y su dependencia a unos pocos clientes. Además, numerosos autores discuten la relación entre la β y el rendimiento implícito, porque demuestran que el riesgo viene dado en realidad por la capacidad de conjeturar los beneficios futuros (Black, 1992).

En segundo lugar, se determina el coste de los recursos ajenos, que representa el coste de la deuda. A diferencia del coste de recursos propios, se puede determinar

directamente analizando los tipos de interés de los nuevos créditos de la empresa, indirectamente con el análisis de empresas del mismo sector con calidad crediticia similar o con la fórmula $K_d = TLR + PR$; donde TLR representa la tasa libre de riesgo, es decir, el tipo de interés de la deuda pública a diez años; PR , la prima de riesgo, que simboliza el riesgo de crédito; y K_d , el coste de la deuda, depende de varios elementos importantes como el riesgo de mercado, el riesgo de tipo de interés y el riesgo de crédito. El riesgo de mercado viene dado por la probabilidad de posibles pérdidas de valor de una determinada acción en relación con la fluctuación o las variaciones en el mercado; mientras que el riesgo de tipo de interés representa las fluctuaciones y volatilidades de los tipos de intereses. Para determinar el riesgo de mercado y el riesgo de tipo de interés, se toma en cuenta la rentabilidad sin riesgo de los bonos estatales y el plazo de las deudas contraídas por las empresas. Asimismo, el riesgo de crédito depende de la probabilidad de impago de la empresa que está reflejado en su rating y del tipo de deuda que ha contraído la empresa. El riesgo de crédito se determina en relación con la calidad crediticia de la empresa y permite conocer el spread.

Con el coste de los recursos propios y el coste de los recursos ajenos, se puede calcular el coste medio de los recursos con la utilización del WACC. El WACC representa la media ponderada, después de impuestos, del coste de los recursos propios y del coste de la deuda. El WACC destaca el coste de la estructura de capital de la empresa analizada. Este se calcula con la siguiente fórmula: $WACC = (E/V) \times KE + ((D/V) \times KD \times (1 - t))$, donde E representa el valor de mercado de los fondos propios, es decir, la capitalización bursátil; D representa la deuda; y V representa la adición de E más D , que se conoce como Capital Empleado. La tasa impositiva debe determinarse en relación con las tasas impositivas impuestas a la empresa en el pasado y con la tasa impositiva del país donde se sitúa su sede social.

3. Estimación del valor residual:

El valor residual, que representa el valor de la empresa a perpetuidad, se calcula luego de obtener el flujo de caja libre del año quinto. Con este flujo de caja, se debe utilizar la fórmula del cálculo del valor residual en la que interviene la tasa de crecimiento a perpetuidad, también llamada *Tasa de crecimiento g*. La tasa de crecimiento g debe establecerse en función de las expectativas de crecimiento nominal del mercado donde

actúa la empresa y según la tasa de inflación. Finalmente, se multiplica el flujo de caja por esta tasa de crecimiento y después, se divide este resultado por la diferencia entre el WACC y la tasa g. El cálculo del valor residual dará: $(FCL 5A * (1+g))/(WACC - g)$.

4. Actualización de los flujos de caja:

Una vez determinado los flujos de caja libres a futuro, el coste de los recursos propios y el valor residual, se deben actualizar los flujos de caja sobre el periodo de tiempo elegido y el valor residual. Con la actualización, se obtiene el valor del negocio, también llamado *Entreprise Value*. Con el *Entreprise Value* se puede calcular el valor de los recursos propios de la empresa, es decir, su *Equity Value*.

5. Estimación del valor de los recursos propios:

Para finalizar la valoración con el método DCF, se debe calcular el *Equity Value*, que representa el *Entreprise Value*, del cual se deduce la deuda financiera neta de la empresa. La deuda financiera neta de una empresa representa sus deudas financieras a corto y largo plazo y sus accionistas minoritarios, de lo cual se deduce la tesorería no operativa y las inversiones financieras temporales. Se precisa tesorería no operativa porque en el caso de que la empresa tuviera tesorería operativa, debería añadirse al cálculo del fondo de maniobra operativo. Asimismo, se debe tener en cuenta el valor de los activos no afectos al negocio, que pueden ser, por ejemplo, un inmueble utilizado por el director general como su vivienda familiar, y que no tiene relación directa o indirecta con la explotación.

Finalmente, se deben interpretar los resultados obtenidos. Para proponer resultados realistas y entender los diferentes factores que podrán afectar a la empresa en el futuro, se puede realizar un análisis de sensibilidad. Este análisis debe destacar la sensibilidad del valor de los recursos propios de la empresa en función de las variaciones de factores claves como la tasa de descuento, la tasa de crecimiento a perpetuidad o las ventas. Por último, el método DCF debe proponer un rango del valor de la compañía.

B. Valoración por múltiplos

El método de la valoración de empresas por múltiplos permite valorar una empresa en comparación con otras sociedades. La empresa se valorará sobre la base de una muestra de empresas que sean similares a ella en términos de actividad y rendimiento. Por lo que es necesario constituir una muestra con empresas que se desarrollan en actividades similares y que son competidoras directas. Las empresas comparables deben tener similitudes con la empresa estudiada en términos de: industria, actividad, expectativas de crecimiento, modelo económico, estructura de financiación. Ese método de valorización puede también ser utilizado sobre empresas que no cotizan en bolsa.

Cuando se utiliza el método de valoración por múltiplos, deben respectarse algunas reglas básicas:

- Los múltiplos elegidos deben ser coherente, es decir, que la utilización de los dos elementos, numerador y denominador, debe ser lógica.
- Los múltiplos elegidos deben demostrar uniformidad. Este criterio es importante cuando la muestra de empresa es grande y debe vigilarse que los elementos utilizados sean uniformes. Por ejemplo, los múltiplos deben todos referirse al mismo año, o sea, no se puede utilizar el PER de 2019 para algunas empresas y el PER de 2020 para otras.
- Cuando se calculan múltiplos medios, se debe quitar los valores que parecen influir negativamente sobre la media.
- Al momento comparar empresas con múltiplos, deben conocerse las variables que influyen sobre los múltiplos elegidos y la sensibilidad de esos mismos frente a cambios en esas variables.

El método de valoración por múltiplos es muy utilizado por su simplicidad de utilización y su rapidez. Asimismo, ese método indica el comportamiento real del mercado. Es utilizado generalmente junto con otro método para confrontar los resultados. Sin embargo, la dificultad principal de los múltiplos comparables se presenta al elegir la muestra de empresas comparables, y definir los criterios de comparación.

Los múltiplos comparables pueden ser de diferentes tipos:

- Múltiplos sobre recursos propios: PER; Equity Value/Beneficio; Precio de la acción/ Cash-flow neto por acción; Precio por acción/ valor contable por acción.
- Múltiplos sobre Enterprise Value: EV/EBITDA, EV/Ventas, etc.
- Múltiplos profesionales: números de seguidores para una tienda online, precio por noche para un hotel, etc.

El PER, o Price Earning Ratio, representa la relación entre el valor bursátil de una empresa y sus beneficios. Se debe tomar el beneficio neto ordinario, para evitar los posibles sesgos debido a beneficios extraordinarios. El PER puede ser utilizado para comprar empresas de diferentes sectores.

El múltiplo Enterprise Value/EBITDA suele ser empleado para empresas del mismo sector porque tienen necesidades de CAPEX o inversión similares. Mientras que, los múltiplos de EBIT pueden utilizarse para empresas de sectores diferentes.

C. La prima de control

La prima de control representa la diferencia entre el precio de compra y el precio estimado mediante los métodos de valoración. Esa diferencia es un porcentaje y representa el valor adicional de poseer el control sobre una empresa y también se conoce como *Control Premium*. La prima de control se refiere a la cantidad que un inversor está dispuesto a pagar por encima del valor establecido de las acciones, con el objetivo de obtener un control superior al 51% en una empresa cotizada. Por consiguiente, se destaca una diferencia entre el precio de compra y el precio estimado. Según Damodaran (2005), esa diferencia tiene algunas implicaciones:

- La prima de control variará de una empresa a otra; de hecho, se espera que la prima sea mayor para las empresas poco desarrolladas y menor para las empresas bien gestionadas; mientras que la prima de control será nula en el caso de las empresas cuya dirección sea óptima.
- En el desarrollo de la prima de control, nada está establecido, ya que, como se ha mencionado, esta variará de una empresa a otra; por lo que no existe una regla aplicable a todas las empresas. De acuerdo con esto, considerar que la prima de control será siempre del 20-30% no es correcto.

- La prima de control es directamente proporcional al desempeño de la empresa: esta será mayor si la causa del mal desempeño son factores asociados a una gestión deficiente; mientras que será menor si las causas son generadas por factores externos sobre los que la dirección tiene un control limitado o nulo.
- La prima de control debe estar relacionada con el grado de dificultad o facilidad de implementar cambios en la empresa, por lo cual: cuando los cambios sean de rápida implementación, la prima de control será mayor y los ahorros se reflejarán en los flujos de caja.

Por otra parte, un comprador que paga una prima de control consigue el acceso a las operaciones diarias, a los flujos de caja de la empresa y a su control estratégico. Las razones principales para tener el control sobre una empresa se basan en que los accionistas que poseen el control pueden definir la dirección de la empresa. Entre las decisiones que toman los accionistas mayoritarios están: seleccionar los directivos y establecer sus compensaciones; liquidar, vender o fusionar la compañía; comprar y vender activos; proceder a distribuciones de capital.

Cuando el mercado refleja que la rentabilidad y la estructura de capital de una compañía no están optimizados y que el valor actual puede mejorarse, el comprador puede pagar una prima de control por encima del precio establecido por los analistas. La prima pagada para conseguir una entidad puede ser importante si la empresa posee activos como propiedad intelectual o bienes inmuebles que el comprador desea. Sin embargo, si la compañía está en una situación difícil y se enfrenta al riesgo de bancarrota, pagar una prima de control sería inoportuno porque el comprador debería invertir mucho para mejorar la situación de la empresa (*Corporate Finance Institute*, sf). Al respecto afirma Damodaran (2005) que: “el valor del control será mayor para las empresas mal gestionadas que para las bien gestionadas”.

La prima de control que un inversor debe pagar para conseguir el control depende de si ese mismo será capaz de aumentar el valor de la empresa. Una prima de control es necesaria cuando los flujos de caja futuros y los beneficios pueden mejorarse en el tiempo. Asimismo, el tamaño de la prima de control está influenciado por factores como la presencia de otros compradores y las opiniones y necesidades financieras de los accionistas actuales. Por ejemplo, si una compañía está bien administrada, y un nuevo

dominio no generará creación de valor, la prima de control sería superflua (*Corporate Finance Institute*, sf).

3. Objeto de estudio: La empresa Hugo Boss

A. Presentación de HUGO BOSS

1. Historia de compañía:

Según la página web oficial de la empresa (2019), Hugo Boss fue creado en 1924 en Metzingen, por Hugo Ferdinand Boss; quien abrió su fábrica de ropa con el apoyo financiero de otros dos fabricantes. Durante los primeros años, la fábrica contrataba entre 20 y 30 costureras; sin embargo, la Gran Depresión de 1929 impactó drásticamente la industria textil y Hugo Boss estaba a punto de quiebra. Gracias a negociaciones con bancos y a que tenía contratos de producción para los uniformes del NSDAP, Partido Socialista Nacional, la fábrica fue capaz de seguir produciendo. El sector textil sigue sufriendo debido a la crisis hasta 1933, y a pesar de muchas restricciones impuestas por el gobierno, el sector comienza a recuperarse.

Durante la Segunda Guerra Mundial, la producción de ropa queda limitada a la fabricación de uniformes militares; pero, pese a esto, fue entre 1932 y 1945 cuando la empresa tuvo su primera expansión, dado los numerosos contratos con comisiones altas que asumió para la producción de uniformes principalmente para las fuerzas armadas alemanas y los SS. En 1942, la cifra de negocio de la empresa alcanzó un millón de reichsmarks. La plantilla total era de 280 empleados, de los cuales 140 eran trabajadores forzados.

Después de la guerra, Metzingen se convirtió en una zona de ocupación francesa. La empresa Hugo Boss fue condenada como “culpable” por su supuesta colaboración con el régimen nazi, y fue obligada a pagar una multa de 100,000 reichsmarks, pero la compañía presentó un recurso de apelación y logró que el veredicto fuera reconsiderado como “seguidor”, por lo que no debió pagar la multa. En la misma época, Hugo Boss siguió produciendo uniformes para la Cruz Roja y las fuerzas de ocupación francesas.

Entre 1950 y 1960, se puede observar una ampliación progresiva del negocio, bajo la dirección de Eugen Holly, yerno de Hugo Ferdinand Boss. Los primeros pedidos de trajes de hombre fueron en 1950 y la compañía inicia su producción estandarizada de trajes de hombre en 1960. El desarrollo internacional de Hugo Boss empieza en 1969, con Jochen Holy y Uwe Holy, ambos hijos de Eugen Holly. Los dos hermanos consiguieron nuevos mercados al nivel internacional, como los Estados Unidos en 1976.

Además, durante este mismo periodo, la compañía empezaba deslocalizar su producción en el extranjero. Entre 1970 y 1980, la compañía llegó a ser más considerable con una nueva dirección de marca: confección de caballero. La calidad de los tejidos utilizados y el diseño joven y moderno de los trajes le permitieron a Hugo Boss superar la competencia. Asimismo, en 1970, los hermanos Holy crean la marca BOSS. Y en 1972 desarrollan numerosos patrocinios con la Fórmula 1, el golf y el tenis.

En 1985, Jochen y Uwe introducen Hugo Boss en la bolsa alemana, el Frankfurt Stock Exchange. El crecimiento de la compañía perduraba y las cifras de negocios anuales alcanzaban niveles muy altos. Por eso, los hermanos Holy decidieron vender 67% de sus acciones al grupo japonés Leyton House. Sin embargo, en 1991, Marzotto SpA (empresa de ropa italiana) compró 77,5% del capital de Hugo Boss y se convirtió en la sociedad matriz de Hugo Boss.

Entre 1993 y 2001, Peter Littmann deviene el nuevo PDG de Hugo Boss AG y propone una nueva estrategia de marketing con la creación de dos nuevas marcas *HUGO* y *Baldessarini*, que se añaden a la marca *BOSS*. Además, en 2000, Hugo Boss AG propone por la primera vez una temporada para las mujeres. La compañía sigue desarrollándose durante estos años con la obtención de nuevos mercados en Asia sudoriental. Entre el año 2000 y el año 2001, el precio de la acción es duplicado. Asimismo, la compañía abre su tienda online en 2008. En 2009, Hugo Boss AG diseña y produce sus primeras líneas de ropa para niños.

Durante el año 2005, *Marzotto SpA* vende Hugo Boss AG a *Permira Private Equity Group*. Sin embargo, diez años después, en 2015, el grupo *Permira* decide vender la totalidad de sus acciones. Ahora, el porcentaje de acciones que cotizan libremente en el *Frankfurt Stock Exchange* es de 88%.

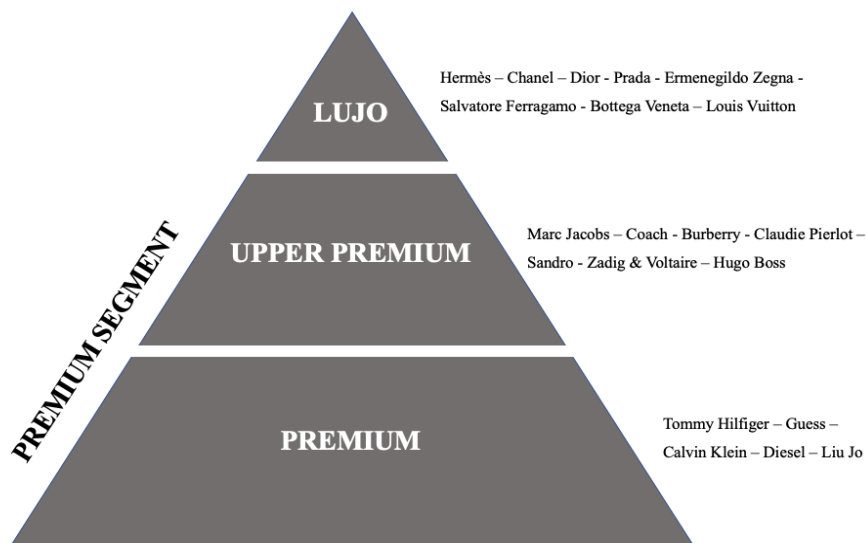
2. Mercados y Productos de Hugo Boss:

Hugo Boss, empresa de moda por caballeros, mujeres y niños, es uno de los líderes mundial en el sector de ropas de alta gama, también llamado *Upper Premium segment* o lujo asequible. El segmento *Premium pricing*, se sitúa entre los productos de consumo masivo y los productos de lujo, llamados *High-end luxury*. Las empresas de ese segmento proponen precios altos para fomentar una percepción favorable entre los compradores,

basada sobre el precio. Se destaca la diferencia entre las marcas de lujo y las marcas *Premium*.

Por una parte, las empresas de lujo proponen productos que son definidos por la enciclopedia Larousse (1970) como “costosos, refinados y suntuosos”. Las marcas de ese segmento proponen productos de muy alta calidad que ofrecen un sentimiento de rareza a los consumidores. Las marcas de lujo se diferencian gracias a la publicidad y promueven el dreamketing. Por otra parte, el segmento *Premium* es un segmento reciente, por lo que las informaciones disponibles sobre este son escasas. Las empresas de este sector proponen productos que transmiten a los consumidores un sentimiento de exclusividad y de rareza. La frontera entre el segmento del lujo y el *Premium* es muy borrosa, en el sentido que mucha gente considera a Hugo Boss como una marca de lujo y no como una marca *Premium*. Las empresas del segmento lujo asequible, se dirigen a una clientela con ingresos altos que buscan marcas con estatus social o algunas garantías, como la calidad o el respeto al medio ambiente.

Grafico 1: Segmentación del mercado del lujo



Fuente: Adaptado del informe Fashion Luxury, publicado por EY, 2018

Frecuentemente, las empresas del segmento *Premium* proponen varias marcas y submarcas con estrategias diferentes que pueden ser *Premium*, *Upper Premium*, *Ultra Premium*. En efecto, hasta 2017, Hugo Boss propuso cinco marcas diferentes: HUGO, BOSS, Boss Orange, Boss Green y Boss Selección.

En 2018, la empresa decidió concentrarse únicamente sobre sus dos marcas principales BOSS y HUGO, para facilitar la imagen de marca. Los productos de las dos marcas comparten algunos valores como la innovación, la alta calidad, la sostenibilidad o la honradez. Según, el *Luxury and Cosmetics Financial Factbook 2018*, Edition de EY, la alta calidad de los productos y tejidos representa por 44,3% de los consumidores, el cual es el valor más importante cuando hablamos de lujo. Asimismo, la innovación representa un valor imprescindible por el 15,8% de los consumidores.

No obstante, BOSS y HUGO tienen productos y características individuales distintos:

- BOSS, la marca principal de Hugo Boss, ofrece ropa de trabajo tradicional y sofisticada de calidad alta para hombres y mujeres. La marca BOSS se dirige a una clientela orientada hacia el estatus, con una mentalidad racional y que desean vestirse con un estilo clásico, pero moderno con tejidos y confección de alta calidad. Los valores transmitidos por los productos y la marca son la precisión, el éxito, el estilo y la sensualidad. Con su nueva estrategia de cartera de marcas, la marca BOSS participó en numerosos eventos prestigiosos. Por primera vez en 2018, las temporadas de BOSS fueron presentadas durante *The New York Fashion Week*.
- HUGO, la marca propone ropa moderna y casual con un estilo no convencional, para los jóvenes o las personas que quieren demostrar un estilo original y vanguardista. La marca se diferencia de BOSS por sus productos y también por sus precios. En efecto, HUGO propone precios hasta 30% más bajos que los precios de BOSS, y se dirige a una clientela con ingresos medios y más joven. El posicionamiento de HUGO se intensifica en los últimos años con eventos y campañas publicitarias. La marca está desarrollando numerosas colaboraciones con bloggers para incrementar su credibilidad de marca y su notoriedad ante su clientela. Los valores transmitidos por los productos son la curiosidad y la expresión.

De igual forma, Hugo Boss produce perfumes, productos de piel, gafas de sol y relojes.

La compañía está presente en el mercado internacional, en 129 países. Las actividades de distribución del grupo se dividen en tres regiones de venta. Con una cuota del 62%, Europa aporta la mayor parte de las ventas con 1,736 millones de euros y un crecimiento de 3% de las ventas entre 2017 y 2018. El 20% de las ventas del Grupo se generan en América y el 15% en Asia. La empresa destaca una disminución de sus ventas y de los beneficios en América, sin embargo, en Asia observa un crecimiento de 4% de las ventas y de 9% de los beneficios. Dentro de estas regiones de venta, los seis mercados principales —Alemania, Estados Unidos, Gran Bretaña, China, Francia y Benelux— aportan un total de alrededor del 63% de las ventas. El 3% de las ventas del Grupo se generan del negocio de las licencias.

La compañía tiene 7800 puntos de ventas, y vende en tres canales de distribución diferentes:

- *Own retail*: en ese canal de distribución se encuentran las 442 tiendas independientes de Hugo Boss; los puntos de ventas propios operados por la empresa, pero localizados en grandes almacenes como El Corte Inglés, Macy's, Galeries Lafayette; las tiendas outlets que venden los productos de la temporada pasada; y la plataforma de E-comercio que distribuyen los productos online en hugoboss.com.
- *Wholesale*: se destacan principalmente los comercios especializados, por lo general, propiedad de familias, que pueden vender únicamente HUGO y BOSS o numerosas marcas; los puntos de ventas localizado en grandes almacenes como El Corte Inglés, Macy's, Galeries Lafayette que no son operados por el grupo; y las plataformas online que distribuyen los productos HUGO y BOSS pero que pertenecen a socios.
- Franquicias.

En 2018, el *Own retail* representó el 63% de las ventas totales, de los cuales el 39% representan las ventas de tiendas y puntos de ventas propios, y el 20% de tiendas outlets. Las ventas online representan el 4% del total. En particular, el negocio online se incrementó en un 41% en comparación con el año anterior. A finales del año fiscal 2018, las ventas online de HUGO BOSS superaron por primera vez los 100 millones de euros.

A su vez, el *Wholesale* simbolizó el 34% de las ventas del grupo. Y, finalmente, las Franquicias representaron el 3% de las ventas totales.

3. Estrategia actual y modelo económico:

El entorno actual en el que HUGO BOSS evoluciona se ha transformado radicalmente. La tasa de crecimiento del sector del lujo o del sector Premium se han ralentizado. Al mismo tiempo, en el mercado se evidencia un interés creciente por el *casualwear* y el *sportwear*. Asimismo, refleja un cambio significativo en la manera de comprar de los consumidores. La mayoría de las compras se hacen todavía en las tiendas físicas, pero el comercio online está creciendo de forma extraordinaria. Esto puede explicarse por la disponibilidad inmediata de Internet y por su facilidad; en efecto, todas las generaciones utilizan la web para seguir las tendencias. La clientela es cada vez más exigente y busca una experiencia de compra original y complementaria a la experiencia online. (Pagina web de Hugo Boss, 2019)

De esta forma, la estrategia actual de Hugo Boss se enfoca en el mejoramiento de su atractivo como marca, respetando los dos criterios principales destacados por su clientela: la personalización y la rapidez. La compañía considera que un alto atractivo de su marca asegurará su éxito a largo plazo. La empresa está buscando procesos para mejorar la satisfacción de la clientela y ofrecer un servicio individual más profundo y técnico mediante: la incorporación de productos más personalizados; y la creación e instalación de nuevos procesos tecnológicos en las tiendas para personalizar las ventas y la confección y proponer a los clientes un servicio adaptado a cada uno. Es por eso, que en los últimos años, Hugo Boss se ha focalizado en el *Own retail* para dar una mejor respuesta a las necesidades de sus clientes. (Pagina web de Hugo Boss, 2019)

Por el otro lado, Hugo Boss se centra en su capacidad de responder con rapidez a las tendencias y gustos de sus clientes. Por eso, la empresa debe empezar su transformación digital, porque en comparación con otras empresas del sector, Hugo Boss tiene un retraso bastante importante al nivel tecnológico. Así que, la compañía está buscando nuevos procesos logísticos para mejorar y acelerar su producción. Además, para ganar tiempo durante los periodos de “Market”, periodos en los que clientes como Macy’s y El Corte Inglés eligen los productos que van a vender, la empresa está instalando “digital showroom”. (Pagina web de Hugo Boss, 2019)

Con estos dos objetivos principales, Hugo Boss AG prevee una mejora de sus ventas entre 5% y 7% al año. La mejora de las ventas ocurrirá con el aumento del business online. La empresa está trabajando sobre su sitio web para optimizarlo y proponer una plataforma online fácil. Además, Hugo Boss quiere conquistar nuevos mercados en Asia y aumentar las ventas de la marca HUGO, con la implantación de tiendas con conceptos únicos.

B. Información financiera de Hugo Boss

1. Los activos de renta variable y repartición de las acciones:

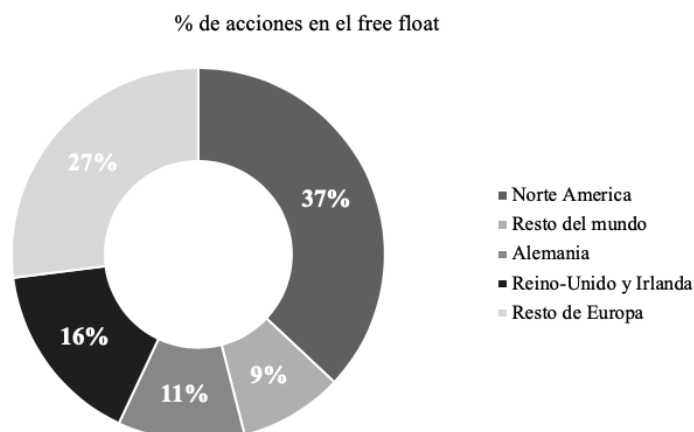
Según Bloomberg, la acción de Hugo Boss cotiza a 53,70 euros, al 30 de mayo 2019. Durante el año 2018, el precio subió hasta 80 euros y cayó a 53 euros. Asimismo, la cotización bursátil alcanzó 3 796 millones de euros en este mismo año, con una caída de 24% en comparación con 2017. En 2018, la acción de Hugo Boss figuraba el puesto número 52 del ranking de Deutsche Börse, en relación con su capitalización bursátil, y alcanzó el puesto número 43º con respecto a su volumen de transacción, también llamado liquidez.

Las acciones de Hugo Boss tienen un volumen de transacción alto, con una media de 20 sesiones, de 435.397 acciones, de acuerdo con el *XETRA Stock Exchange*. Por lo que el precio de 53,70 euros es legítimo y representativo de las transacciones en el mercado, porque la liquidez es alta.

Las acciones emitidas son acciones sin valor nominal, y como consecuencia el precio de esta está determinado por la cantidad que los inversores están dispuestos a pagar por las acciones de Hugo Boss en el mercado abierto. Hugo Boss puede considerar favorable emitir acciones sin valor nominal porque esto le da la flexibilidad de establecer precios más altos en futuras ofertas públicas e implica una menor responsabilidad para los accionistas si el precio de las acciones disminuye.

La compañía Hugo Boss representa un importe total de 70.400.000 acciones, cuyas 88% están en el free float. Entonces, 61.886.395 acciones circulan libremente en la bolsa de Fráncfort, desde la decisión del grupo Permira de vender la totalidad de sus acciones, en 2015. Las acciones del free float están principalmente en manos de inversores americanos y europeos. En efecto, el 37% del free float está en posesión de inversores norteamericanos; el 16% lo tienen inversores irlandeses y británicos; el 11%, inversores alemanes; el 27% europeos (excluido Alemania, Reino-Unido, Irlanda); y, el 9% es propiedad de inversores del resto del mundo. (Página web de Hugo Boss, 2019)

Grafico 2: División de la base de inversores



Fuente: Adaptado de la pagina web de Hugo Boss, Shareholder structure, diciembre 2018

Hugo Boss AG tiene solo el 2% de las acciones totales, lo que representa 1.383.833 acciones, que fueron compradas entre 2004 y 2007. El 10% restante, es decir, 7.129.772 acciones, están en manos de un accionista italiano, PFC S.r.l. y Zignago Holding S.p.A.

2. La estructura financiera de Hugo Boss:

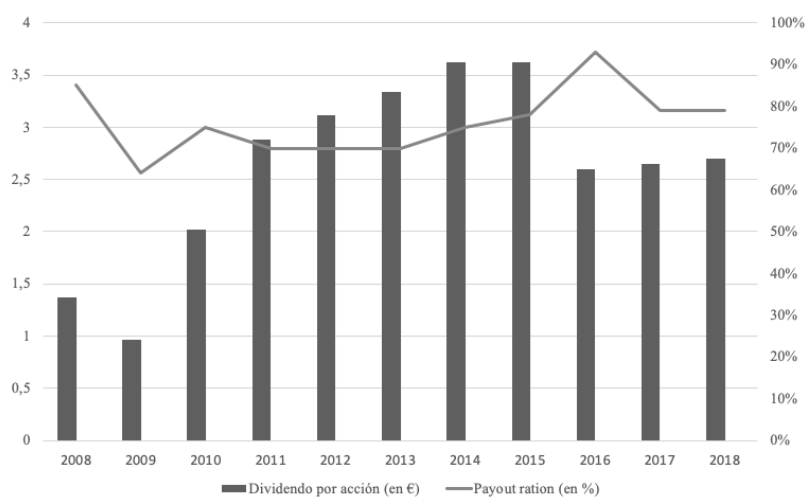
Al final del año 2018, el endeudamiento de Hugo Boss representaba el 47% del total de su balance, a saber, 870.000 miles de euros. Ese importe está constituido por 176.000 miles de euros de pasivos financieros corrientes y no corrientes, lo que representa su deuda financiera, de lo cual se debe deducir la tesorería de la empresa. La deuda financiera neta de Hugo Boss, al final del año 2018 representaba, 29.400 miles de euros, con una tesorería de 146.717 miles de euros. Dado esto, la fuente de liquidez más importante para el grupo es la entrada de efectivo procedente de sus actividades operativas. Su deuda financiera neta es baja en relación con las otras empresas del sector *Upper Premium* como *Ralph Lauren*, *PVH Corporation* o *SMCP*. En efecto, las empresas del sector tienen un apalancamiento financiero alrededor de 1,5 veces el EBITDA; mientras que Hugo Boss tiene un apalancamiento financiero de 0,06 veces su EBITDA. Según algunas ratios de solvencia, se puede destacar que la salud financiera de Hugo Boss está muy controlada y es poco arriesgada. En efecto, su ratio de endeudamiento representa solamente el 1,6% de sus activos totales. La cobertura de intereses demuestra que la empresa tiene un EBIT suficientemente alto como para pagar 66 veces sus intereses. De

igual forma, para cubrir las necesidades de financiación de las empresas, Hugo Boss pone a disposición fondos en forma de préstamos intercompañías; esto permite explotar las economías de escala y minimizar el coste del capital. Además, permite reducir las necesidades de financiación externas y, por consiguiente, disminuir los intereses.

3. La política de dividendos de Hugo Boss:

La compañía Hugo Boss propone una política de dividendos atractiva, basada sobre los beneficios netos. En 2018, según el reporte anual de Hugo Boss, 182.893.000 de euros fueron distribuidos, es decir, una ratio *Payout* de 79% y un dividendo por acción de 2,70 euros. La empresa tiene como política de repartir entre un 60% y 80% de sus beneficios en dividendos.

Grafico 3: Política de dividendos sobre los diez últimos años



Fuente: Adaptado de la página web de Hugo Boss, Dividend, diciembre 2018.

Asimismo, Hugo Boss intenta conservar un dividendo estable y una ratio de *Payout* alto, aun cuando sus beneficios caigan. Eso permite a la empresa guardar buenas expectativas a futuro. En efecto, los dividendos demuestran la capacidad de la empresa para generar beneficios. Los inversores no tienen información a futuro sobre las empresas porque no son oficiales, sin embargo, son estos datos los que informan sobre los dividendos a futuro. Es por esto que el mercado recibe bien las decisiones de distribución de dividendos porque esto demuestra que la empresa tiene confianza en la generación de sus beneficios a futuro.

C. El entorno macroeconómico de HUGO BOSS

1. Las características del consumo global:

A lo largo del 2018, la incertidumbre económica general aumentó, particularmente debido a los conflictos comerciales y los aranceles punitivos entre Estados Unidos y China, y la creciente preocupación por las perspectivas de crecimiento de este último país. Se observa incertidumbres políticas con respecto al Brexit, que llevaron a una desaceleración del crecimiento económico mundial en 2018 con respecto al año anterior. De hecho, según el FMI, en Europa el crecimiento fue de 1,8% frente a un 2,4%; en el Reino Unido el crecimiento fue de 1,4% frente a un 1,8%, en Latinoamérica fue de 1,1% frente a un 1,3% y en China fue de 6,6% frente a un 6,9%. Sin embargo, se observa un crecimiento de 2,9% frente a un 2,2%, en los Estados-Unidos. A nivel mundial, el crecimiento del PIB fue de 3,7% frente a un 3,8%. El FMI ha declarado que la actividad económica mundial en 2019 debería quedarse al mismo nivel que en 2018. El crecimiento mundial debería establecerse a 3% en 2019. El crecimiento estable del producto mundial bruto se deberá principalmente al crecimiento más estable de algunas economías desarrolladas, como Asia Oriental y Asia Meridional que siguieron siendo las regiones más dinámicas del mundo. Asimismo, observamos que Argentina, Brasil, Rusia y Nigeria están superando la crisis y el periodo de recesión que sufren, para tomar un peso importante en la variación positiva del PIB mundial. En China y la Zona Euro se observa que el PIB sigue aumentando en los últimos años, pero con una cierta deceleración; es destacable el hecho de que en China el crecimiento está descendiendo en comparación con su alto crecimiento durante la última década, y se supone que esto se debe a los conflictos comerciales con los Estados-Unidos y al endeudamiento creciente del sector privado. Asimismo, según McKinsey, los Estados Unidos y China podrían enfrentarse a una desaceleración de aquí hasta el 2020, por el riesgo de una burbuja especulativa.

En este mismo orden de ideas, según la consultoría McKinsey, la Reserva Federal de los EE. UU. y otros bancos centrales están elevando las tasas de interés y, por consiguiente, aumentando el coste de los préstamos para las compañías y consumidores. El Banco Central Europeo está mostrando un endurecimiento de la política monetaria en los próximos meses, por lo que el crecimiento económico mundial podría ralentizarse.

Por otro lado, es de destacar un incremento de la riqueza mundial en 2018. En efecto, según la *Hurun Global Rich List 2018*, el número de multimillonarios, en 69 países del mundo, se ha incrementado un 20% durante el 2018, pasando de 2257 a 2694, con 567 nuevos HNWI (*High Net Worth Individuals*). La riqueza global ha aumentado de un 31%, hasta 10,5 billones de dólares, lo que equivale a 13,2% del PIB mundial. Según el *World Wealth 2018 Report* de Capgemini, la riqueza global de los HNWI alcanzará los 100 billones de dólares en 2025; particularmente, gracias al crecimiento intenso de la región Asia-Pacífico.

Asimismo, según el reporte sobre el comercio mundial 2018 de la OMC, el consumo mundial ha sido impactado positivamente por el creciente uso de las nuevas tecnologías. Las nuevas tecnologías están transformando la economía mundial mediante la creación de nuevos mercados y productos, aportando beneficios significativos a los consumidores y ganancias de productividad para las empresas. En efecto, con las nuevas tecnologías las empresas pueden bajar sus costes comerciales que son: los costes de transportes, costes logísticos, costes aduaneras y costes de información y de transacción.

De esta misma forma, el consumo mundial está siendo influenciado por el aumento del comercio electrónico, lo que representa una oportunidad importante para el comercio mundial. Según el *2018 Global Ecommerce Report* publicado por SAP, el consumo online aumentó de manera extraordinaria entre 2013 y 2018, pasando de 1 068 billón de dólares a 2 131 billón de dólares, un crecimiento de más de 99%.

Grafico 4: Evolución del comercio electrónico mundial entre 2013 y 2018

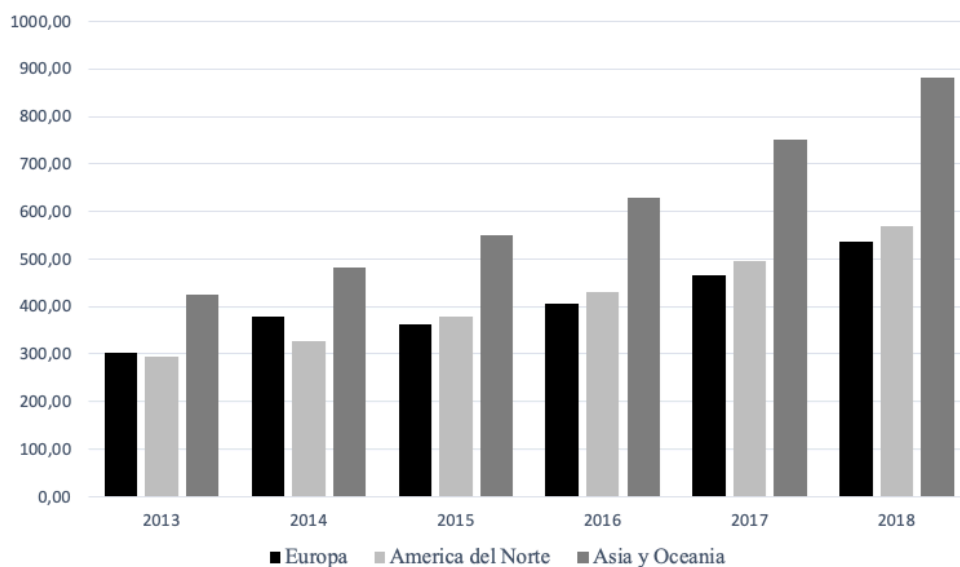


Fuente: Adaptado del 2018 Global Ecommerce Report publicado por SAP

En Europa y en América del Norte, el consumo en línea se incrementó un 76% y 94%, respectivamente, entre 2013 y 2018, lo que representa buenas expectativas económicas para las empresas que comercian en esos continentes. Asimismo, en Asia y Oceanía, el consumo en línea ha aumentado un 107% entre 2013 y 2018. Las regiones Asia Oriental y Asia Meridional siguen siendo las regiones más dinámicas del mundo lo que es muy prometedor para el comercio mundial.

Grafico 5: Evolución del comercio electrónico entre 2013 y 2018

En miles de millones de dólares



Fuente: Adaptado del 2018 Global Ecommerce Report publicado por SAP

En conclusión, como lo ha dicho Christine Lagarde, durante el *Bretton Woods Committee Meeting* en octubre 2018: "no son solo nubes en el horizonte lo que vemos, sino que algunas de las nubes han comenzado a abrirse, y es un poco más que una llovizna." (*The State of Fashion*, McKinsey), por lo que se puede prever una desaceleración del consumo mundial en el futuro, al mismo tiempo que se observan características positivas.

2. Situación coyuntural del sector Upper Premium:

Para empezar, se debe estudiar la industria de la moda en su globalidad. En la actualidad se evidencian muchas oportunidades para la industria de la moda, pero también mucha inseguridad. Lo último se deduce, principalmente, de la evolución del entorno macroeconómico y de la posibilidad de alteraciones en las relaciones comerciales. Asimismo, según el *State of Fashion Survey*, publicado por McKinsey, las tres palabras que describen la industria del textil en 2018 son: cambiante, digital y veloz. Según la consultoría McKinsey, las ventas de la industria del textil aumentaron entre el 4% y el 5% en 2018, un crecimiento más alto que en 2017. Pero, prevén un crecimiento más bajo en 2019, alrededor de un 3,5% y un 4,5%. Los países emergentes de Asia y el Pacífico y de Europa lideraban el camino en 2018, y es posible que los países emergentes de Asia y el Pacífico continúen con su buen desempeño en 2019, mientras que los países emergentes de Europa posiblemente experimenten una desaceleración a partir de 2018. La Europa madura y América del Norte también verán un crecimiento sutilmente más lento.

En lo que se refiere a la industria de la moda, se destacan tres segmentos principales: lujo, *Premium* y marcas de masa.

Según Bain & Company, la cifra de negocio del mercado mundial del lujo está creciendo de manera estable desde 2010. El segmento de lujo se caracteriza por un peso importante del continente americano y europeo, que representaban casi los dos tercios de la cifra de negocio en valor en 2017. Sin embargo, se debe mencionar Asia, que aparece como una región estratégica para las empresas del lujo. Por ejemplo, según la consultoría EY, en China en 2017, las ventas de productos de lujo subieron un 18%. Una de las variables a favor del sector en esta área del mundo es la aparición de una nueva clientela siempre más rica, que proviene de la clase media china, cuyos ingresos medios y poder de compra medio no han parado de subir desde hace varios años. Dado esto, en 2019, el lujo será impulsado por el rápido crecimiento de las economías de Asia y el Pacífico. Como subsector con un crecimiento alto, se puede mencionar el de los accesorios: zapatos de lujo, marroquinería, gafas, accesorios textiles; que representa el 31,3% de los gastos mundiales de los productos de lujo. Este subsector creció un 7% en 2017, gracias a una subida de la demanda de bolsos, zapatillas de deporte, también llamado *streetwear de lujo*, y gafas.

Según el informe *The State of Fashion*, publicado por McKinsey, los actores en los segmentos *Premium* y las marcas de masas son los más predispuestos a tener problemas, debido a una creciente saturación del mercado y a la fuerte competencia de los otros operadores de la industria de la moda: los segmentos de valor y de descuento. Sin embargo, según la consultoría EY, el rápido ritmo de crecimiento del mercado del *High-end luxury* disminuye, ahora los segmentos *Premium* son los que presentan un mayor dinamismo. En efecto, podemos prever una ratio de crecimiento para estos sectores del 7,5% para el periodo 2017-2021. Según el *Luxury and Cosmetics Financial Factbook 2018 Edition* de EY, se puede observar una tasa de crecimiento anual compuesta de +6% para los zapatos, +9% para los accesorios, y +8% para las vestimentas. Asimismo, un alto nivel de demanda, especialmente por parte de los clientes chinos de productos de alta calidad y de lujo, el fuerte negocio en Estados Unidos y el fuerte crecimiento en los mercados emergentes tuvieron un impacto positivo en las condiciones del sector *Premium*.

Asimismo, los segmentos *Premium* están creciendo rápidamente en las principales zonas geográficas, incluso en Asia. Asimismo, destacamos una tasa de crecimiento anual compuesta de +10% al nivel mundial, del cual más de +8% le corresponde a China y a EE. UU. y +4% a la Unión Europea. Igualmente, se observa un crecimiento alto en Oriente-Medio y Turquía.

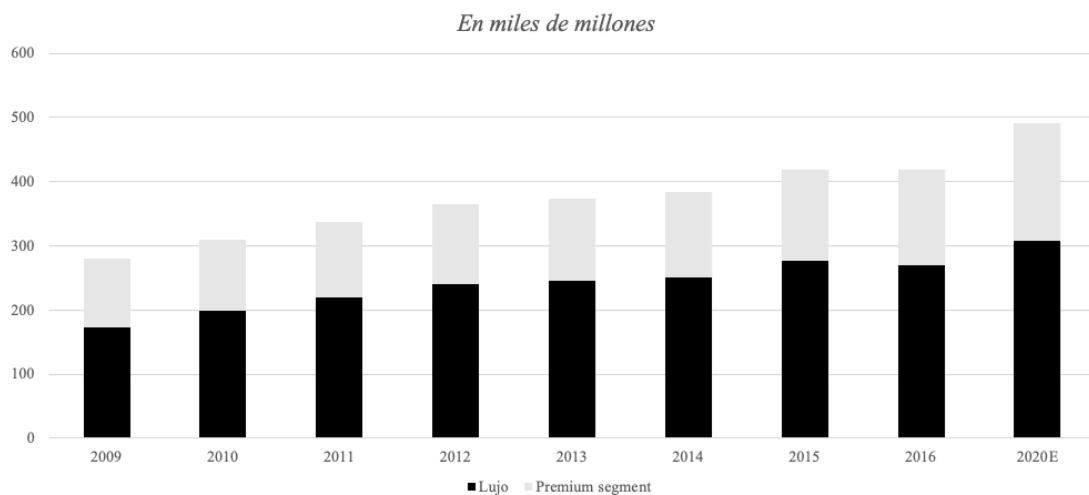
Por otro lado, observamos el rápido crecimiento del consumo de las marcas *Premium* por los *Millennials*, quienes representarán el 45% de los consumidores del segmento de lujo en 2025, según Bain & Co. En efecto, se prevee que las personas de entre 18 y 35 años tenderán a invertir mayores presupuestos que sus mayores en el sector de la ropa de alta gama. Sin embargo, en 2018, las condiciones de la industria seguían estando marcadas por importantes diferencias regionales y específicas de cada empresa. Las empresas en el mercado que pudieron aumentar el atractivo de su marca para los clientes más jóvenes con colecciones innovadoras y atractivas y desarrollar un enfoque digital persuasivo obtuvieron buenos resultados.

También se puede destacar la capacidad de resistencia a la crisis del sector *Premium*, debido al carácter poco cíclico de sus ventas durante la crisis de 2008. Esta resistencia es favorecida por el efecto Veblen. De hecho, ese concepto demuestra que los sectores de productos de alta gama no son impactados al mismo nivel que los otros

sectores, por la inflación o las crisis. La elasticidad de precio de los productos de alta gama es positiva. Gracias al efecto Veblen, durante la crisis de 2008, Hugo Boss no fue tan impactada como las marcas de otros sectores como el energético o farmacéutico. La empresa conoció una baja de 7% de su volumen de ventas en 2009 en comparación con el 2008. Hugo Boss ha sufrido la crisis, pero en menor proporción de la que podía haber sufrido de ser una empresa del sector Premium.

Por otro lado, se observa un crecimiento del tamaño del sector Premium desde 2009. En efecto, según el informe Fashion Luxury publicado por EY en 2018, el sector Premium ha crecido un 71% entre 2009 y 2018, y representa el 40% del tamaño del mercado del lujo.

Grafico 6: Tamaño del mercado del lujo entre 2009 y 2020E



Fuente: Adaptado del informe Fashion Luxury, publicado por EY, 2018

En cuanto a las oportunidades y amenazas del sector *Premium*, hay que mencionar el comercio en línea o comercio electrónico. De hecho, la digitalización del comercio permite abrir nuevos canales de ventas, atraer nuevos clientes como los *Millenials*, (centrados en las nuevas tecnologías) y ganar más y más importancia en el mercado mundial mejorando la visibilidad de la empresa y, de hecho, sus ventas. En 2018, según el 2018 *Global Ecommerce Report* publicado por SAP, las ventas en línea han subido un 14,3%, lo que parece una buena fuente de esperanza y una buena oportunidad para el futuro.

Siguiendo con las previsiones de EY, China representa el área del mundo que más usa el comercio electrónico, por lo que en esta zona hay muchas oportunidades de ventas

para las marcas del sector. Esto refleja un impulso global de aprovecharse de dos oportunidades: la nueva clientela de China y el desarrollo del comercio electrónico en la industria de la moda. Del otro lado, un entorno tan duro con competencia muy alta pone mucha presión en cada empresa, y les obliga constantemente a renovar sus ofertas comerciales y diferenciarse por la experiencia-cliente. Una amenaza del mercado Premium también la representa las falsificaciones. Hay numerosas marcas y numerosas empresas imitadas ilegalmente, que se venden sin declaraciones legales y sin tener nada que ver con los procesos de fabricación de la empresa original. Según el OCDE, el mercado de las falsificaciones representa el 3,3% del comercio mundial en 2019, y representaban 509.000 millones de dólares en 2016. Esto puede ocasionar problemas para la empresa falsificada, como por ejemplo problemas de imagen, pérdidas de ventas.

4. Valoración de la compañía Hugo Boss

A. Análisis bursátil de la evolución de la cotización

El análisis bursátil permite predecir la evolución del mercado en base a las fluctuaciones pasadas de este. Para valorar una empresa, se estudia el comportamiento de su cotización bursátil sobre los últimos años y permite hacer hipótesis a futuro. En relación con Hugo Boss, en esta investigación se hizo un análisis bursátil sobre el periodo 2015-2019. En este análisis se observa una tendencia bajista entre 2015 y 2016, con una caída de 56% del precio de su acción, que se reduce a 52 euros. Al nivel global, esta disminución se debió a las caídas masivas de los mercados bursátiles asiáticos, el decepcionante desempeño de la economía estadounidense y las inquietudes en torno a la solvencia de Grecia. Además, esto también fue consecuencia del importante aumento de los precios del petróleo y del miedo provocado por los atentados terroristas en Francia y Estados Unidos y por la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea. En relación con la cotización de Hugo Boss, su caída se debió particularmente a la decisión del grupo Permira de vender la totalidad de sus acciones, y a perspectivas financieras revisadas a la baja en el año 2015, con unas expectativas de bajada del beneficio de dos dígitos.

Grafico 7: Evolución bursátil de la acción de Hugo Boss entre 2011 y 2016



Fuentes: *Hugo Boss Anual Report 2016*, publicado el 9 de marzo 2017

En 2016, se observa una tendencia bajista, pero es el preludio de una nueva fase alcista que empezaba en 2017. Al nivel global, los indicadores económicos en Europa, Asia y América estaban mejorándose, se observa también mejoras en los resultados de numerosas empresas internacionales y respuestas positivas al resultado de las elecciones

francesas. En relación con el precio de la acción de Hugo Boss, se observa una tendencia alcista que se debía, primero a la publicación de resultados superiores a los resultados previstos, y también a un reajuste estratégico y mejores resultados trimestrales.

Grafico 8: Evolución bursátil de la acción Hugo Boss en 2017



Fuente: Hugo Boss Anual Report 2017, publicado el 8 de marzo 2018

En 2018, se observa una tendencia bajista de la cotización bursátil de Hugo Boss. En relación con los impactos mundiales, se nota las incertidumbres políticas sobre el conflicto comercial entre Estados Unidos y China y el Brexit. Además, al final del año, los indicadores económicos, como el crecimiento del PIB Chino, son más débiles y numerosas empresas no alcanzaban los resultados previstos. A nivel empresarial, el precio de la acción se benefició de los buenos resultados de Hugo Boss y alcanzó un precio por acción de 80 euros en junio, pero fueron impactados por la desaceleración del crecimiento chino, y tensiones políticas e inseguridades en los mercados de valores.

Grafico 9: Evolución bursátil de la acción de Hugo Boss en 2018



Fuentes: Hugo Boss Anual Report 2018, publicado el 7 de marzo 2019

Según los datos aportados por el análisis bursátil, se puede prever una tendencia alcista para el año 2019, por lo que se puede augurar que la acción de Hugo Boss puede ser una buena oportunidad de compra.

B. Valoración de HUGO BOSS con el método de Descuento de Flujos de Caja

1. Estimación de los flujos de caja libres:

El cálculo de los flujos de caja libres a futuro, de la compañía Hugo Boss fueron calculado con el método desarrollado anteriormente. Se empieza con el beneficio antes de impuestos (EBIT), del que se deduce los impuestos sobre el EBIT y la variación del CAPEX, se añade las amortizaciones y se deduce la variación de las necesidades operativas de financiación (NOF). Para determinar los flujos de caja libres a futuro de Hugo Boss, fue imprescindible analizar las expectativas de ventas a futuro. En relación con el crecimiento anual compuesto de los últimos ocho años de la compañía y del sector del lujo, se ha establecido, siendo conservadores, un crecimiento de las ventas de un 4,5%. En efecto, el CAGR de las ventas del grupo entre los años 2010 y 2018 fue de 5,5%, con una ralentización en los últimos años. Por el otro lado, el CAGR de las ventas del sector del lujo entre los años 2010 y 2018 fue de 5,04%. Además, los informes de los analistas de Commerzbank; Bryan, Garnier, & Co; Société Générale; RBC Capital Markets, y Evercore ISI establecen un crecimiento de las ventas de alrededor del 5%. Estas comparaciones se presentan a continuación:

Tabla 1: Expectativas de ventas de varios analistas

Ventas	2018	2019E	2020E	2021E	CAGR 2018-2021
Commerzbank	2796	2905	3038	3174	4,3%
Gaelane (2019)¹	2796	2921	3053	3190	4,5%
Bryan, Garnier & Co	2796	2935	3082	3236	5%
Hauck & Aufhäuser	2796	2930	3112	3302	5,7%
Société Générale	2796	2930	3040	3150	4%
RBC Capital Markets	2796	2914	3048	3194	4,5%
Evercore ISI	2796	2958	3099	3223	5%
Promedio					4,71%

¹ Gaelane (2019) se refiere a la presente investigación .

Al observar las expectativas de las ventas, se puede encontrar las expectativas de EBIT, de amortizaciones, y de NOF, porque son tres elementos que evolucionan con las ventas. En lo que respecta a Hugo Boss, el EBIT representa el 12% de las ventas constantes y las amortizaciones representan el 5,2% de las ventas. Para el NOF, se considera un crecimiento igual a las ventas, es decir, 4,5%. A partir de lo cual, se puede predecir el EBIT, NOF y amortizaciones para los próximos cinco años.

En lo que se refiere al CAPEX, se ha determinado basándonos en las ventas, y representa una media de 6% de las ventas, sobre los últimos siete años. Asimismo, los analistas de *Hauck & Aufhäuser* y *RBC Capital Markets* proponen 5,5% y 6%, respectivamente. Según esto, se puede prever que Hugo Boss invertirá en activo fijo bruto un 6% del beneficio de sus ventas totales. Estas comparaciones se presentan a continuación:

Tabla 2: Expectativas de CAPEX de varios analistas

CAPEX	2018	2019E	2020E	2021E
RBC Capital Markets	152	181	186	192
% de las ventas	5,4%	6,2%	6,1%	6%
Gaelane (2019)	152	173	181	189
% de las ventas	5,4%	5,9%	5,9%	5,9%
Hauck & Aufhäuser	153	181	180	175
% de las ventas	5,5%	6,2%	5,8%	5,3%

Se obtiene los flujos de caja libres a futuros siguientes:

Tabla 3: Elaboración propia, expectativas de flujos de caja

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT	346 809	350 614	366 391	382 879	400 109	418 113
IMPUESTOS	104 043	105 184	109 917	114 864	120 033	125 434
DADP	129 680	151 933	158 770	165 914	173 380	181 182
NOF	(81 169)	(24 147)	(25 234)	(26 370)	(27 556)	(28 796)
CAPEX	(152 977)	(173 823)	(181 645)	(189 820)	(198 361)	(207 288)
FCL	138 300	199 391	208 364	217 740	227 539	237 778

2. Estimación del WACC:

a. El coste de los recursos propios

Para estimar el *WACC*, primero se determinó el coste de los recursos propios, con la utilización del CAPM (Capital Asset Pricing Model), que se calcula siguiendo la fórmula $K_E = TLR + (\beta_E \times PR)$.

Para determinar el coste de los recursos propios de Hugo Boss, se utilizó el promedio de las tasas libres de riesgo de los países en que, principalmente, la empresa desarrolla su actividad: Francia, Alemania, Reino Unido, Estados Unidos, China, Bélgica, Luxemburgo y Países Bajos, que representan el 63% de sus ventas totales.

Tabla 4: Tasas de activo libre de riesgo de ocho países

Países	Activo libre de riesgo
Francia	1,2%
Alemania	1,1%
UK	2,1%
EE. UU.	2,7%
China	4,0%
Bélgica	1,2%
Luxemburgo	1,1%
Países Bajos	1,3%
Promedio	1,84%

Las tasas libres de riesgo utilizadas fueron desarrolladas en el informe “*Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 69 countries in 2019: a survey*” de Pablo Fernandez, Mar Martinez e Isabel Acin. En el cálculo de los datos presentados en la tabla *Tasas de activo libre de riesgo de ocho países*, habría sido posible utilizar la tasa libre de riesgo de Alemania, porque la compañía cotiza en la bolsa de Fráncfort DAX; sin embargo, parecía más realista utilizar un promedio de los países en los que más vende. La tasa libre de riesgo utilizada fue de 1,84%.

Asimismo, la prima de riesgo PR, representa la prima de riesgo general del mercado para la inversión en capital, el calculo de esta prima en el caso de la empresa Hugo Boss se muestran en la tabla *Primas de riesgo de ocho países*:

Tabla 5: Primas de riesgo de ocho países

Países	Prima de riesgo
Francia	6,0%
Alemania	5,7%
UK	6,2%
EE. UU.	5,6%
China	7,5%
Bélgica	6,2%
Luxemburgo	6,1%
Países Bajos	6,0%
Promedio	6,16%

En relación con la valorización de Hugo Boss, se ha utilizado el promedio de las primas de riesgo de los ocho países en los que más vende. Las primas de riesgo utilizadas fueron desarrolladas en el informe “*Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 69 countries in 2019: a survey*” de Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel Acin. Según los datos presentados en la tabla *Primas de riesgo de ocho países*, la prima de riesgo utilizada fue de 6,16%.

Para calcular β se utilizan las volatilidades de los precios de un activo, y se les compara con las volatilidades de los precios de un índice general bursátil de referencia, el mercado. En términos matemáticos, β es la relación entre la covarianza entre los rendimientos del activo y del mercado y la varianza del mercado. Para determinar la β de Hugo Boss, se usó un promedio de β utilizadas por los grandes bancos o agencias de prensa en los informes dedicados a Hugo Boss y el cálculo que se ha desarrollado en esta investigación. Para el calculo de β , se desarrolló la covarianza entre los rendimientos de la acción de Hugo Boss y de la cotización del índice bursátil XETRA, sobre los tres últimos años, dividido por la varianza de la cotización del índice bursátil XETRA. Los resultados obtenidos se muestran en la tabla *Betas de analistas y elaboración propia*:

Tabla 6: Betas de analistas y elaboración propia

Informes	Beta
Société Générale	1,3
RBC Capital Markets	1,2
Reuters	0,77
Gaelane	0,69
Promedio	0,99

Como se puede observar en la tabla Betas de analistas y elaboración propia, se ha obtenido una β de 0,69. En relación con las informaciones publicadas por los bancos, la β que se ha calculado es baja, razón por la cual se ha decidido hacer un promedio entre todas las β disponibles. La β utilizada es de 0,99.

Luego de haber realizado los cálculos anteriores, estamos listos para obtener la cifra final del coste de los recursos propios, cuyo resultado se presenta a continuación:

Tabla 7: Calculo del coste de los recursos propios

Calculo de Ke	2018
Tasa libre de riesgo	1,8%
Prima de riesgo	6,16%
Beta de Hugo Boss	0,99
Coste del Equity	7,94%

A partir del cálculo de: $1,84 (TLR) + (6,16 (PR) \times 0,99 (\beta))$, el coste de los recursos propios alcanza un 7,94%.

b. El coste de los recursos ajenos:

Para determinar el coste de la deuda de Hugo Boss, se podía haber tomado el total de las deudas financieras a corto y a largo plazo, y dividir las por los intereses pagados, pero, dado que el monto de la deuda de esta empresa es bajo, se consideró más significativo determinar el apalancamiento óptimo de Hugo Boss. Para hacer esto, se establecieron comparaciones con empresas del sector como *SMCP*, *Ralph Lauren Corp* y *PVH Corporation*. Este cálculo se presenta a continuación:

Tabla 8: Comparaciones del apalancamiento de empresas del sector *Premium*

Apalancamiento financiero empresas comparables	EBITDA	DFN	Leverage 2018
PVH Corporation	1282	2380	1,86
SMCP	172	272	1,58
Ralph Lauren Corp.	1006	1063	1,06
Promedio			1,50
Hugo Boss	476	29	0,06

En relación con el análisis de las empresas del sector, se observa en la tabla *Comparaciones del apalancamiento de empresas del sector Premium*, el apalancamiento de Hugo Boss es muy bajo, por lo que se decidió tomar un apalancamiento financiero de 1,5 veces el EBITDA. Esto nos lleva a encontrar una deuda financiera neta óptima de 713835 miles de euros, como se muestra en la tabla *Apalancamiento financiero optimo*:

Tabla 9: Apalancamiento financiero optimo

Apalancamiento financiero optimo	Hugo Boss
EBITDA	476489
Leverage 2018	1,50
Deuda financiera neta optima	713865
Deuda financiera	860582

El cálculo del coste de la deuda se hizo sobre el año 2018 y no sobre el coste medio de los últimos años, porque pareció más legítimo seleccionar como referencia las últimas deudas contraídas por la empresa y así evitar los posibles cambios pasados en la tasa libre de riesgo o el rating de Hugo Boss. Estos datos se ilustran en la tabla *Calculo del coste de la deuda*:

Tabla 10: Calculo del coste de la deuda

Calculo de Kd	2018
Deuda financiera a largo plazo	82 775
Deuda financiera a corto plazo	93 361
Deuda financiera total	176 136
Intereses pagados	5 232
Coste de la deuda	2,97%

Como se evidencia en la tabla *Calculo del coste de la deuda*, el coste de la deuda utilizado fue de 2,97%.

c. El coste medio ponderado del capital:

Con el coste de los recursos propios y el coste de los recursos ajenos, se puede calcular el coste medio de los recursos de Hugo Boss. Se ha utilizado una tasa impositiva de 30%. Se determinó la tasa impositiva en relación con la tasa impuesta sobre los últimos ocho años y la tasa impositiva alemana. Después, se aplicó la fórmula del WACC = $(E/V) \times KE + ((D/V) \times KD \times (1 - t))$ y se obtuvo la tasa ponderada a la cual se financia Hugo Boss, tomando en cuenta la deuda financiera neta óptima calculada anteriormente y los recursos propios de la empresa que representan la capitalización bursátil, que alcanza un 6,86%, como se muestra en la tabla *Calculo del coste medio de los recursos de Hugo Boss*:

Tabla 11: Calculo del coste medio de los recursos de Hugo Boss

	2018
Equity	3 162 135
Deuda financiera neta	713 865
Kd	2,97%
Ke	7,94%
Tasa impositiva	30,00%
Capital Empleado	3 876 000
WACC	6,86%

3. *Estimación del valor residual:*

Cuando se valora una empresa por el método de Descuentos de Flujos de Caja Libres, se calcula el valor residual que es el valor de la empresa a perpetuidad. Para obtener este valor, se debe calcular previamente el flujo de caja libre del año quinto, como se presenta en la tabla *Estimación del valor residual*:

Tabla 12: Estimación del valor residual

	2018
FCL 5A	237 778
Tasa de crecimiento g	2,00%
WACC	6,86%
Valor residual	4 991 145

Con este flujo de caja, se debe utilizar la fórmula del cálculo del valor residual en la que interviene la tasa de crecimiento a perpetuidad. La tasa de crecimiento nominal g de Hugo Boss se considera de 2%, que representa una tasa de crecimiento g real de 0%. La tasa de crecimiento a perpetuidad es baja, porque Hugo Boss es un negocio maduro y las expectativas en relación con el análisis macroeconómico suponen una desaceleración del consumo mundial. Los informes de los analistas de RBC Capital Markets y la Société Générale proponen una tasa de crecimiento nominal de 2,5% y 3%, respectivamente. Finalmente, se multiplicó el Flujo de Caja normalizado por esta tasa de crecimiento y después, se dividió este resultado por la diferencia entre el WACC y esta misma tasa. El cálculo del valor residual nos dio: $(FCL \text{ normalizado} * (1+g))/(WACC - g)$. y se obtuvo un valor residual de 4.991.145 miles de euros para Hugo Boss.

4. Actualización de los flujos de caja:

Con los flujos de caja libres, el valor residual y la tasa de descuento WACC, se pueden actualizar los flujos de caja libres desde el año 2019 hasta el año 2023 y el valor residual. Deben actualizarse para tomar en cuenta el efecto del tiempo en el valor del dinero. Así, se obtiene el valor del negocio o Enterprise Value de Hugo Boss, que alcanza 4 474 776 miles de euros, según se muestra en la tabla *Actualización de los flujos de caja*:

Tabla 13: Actualización de los flujos de caja

	2019	2020	2021	2022	2023	Valor Residual
FCL	199 391	208 364	217 740	227 539	237 778	4 991 145
WACC				6,86%		
Tasa de descuento	1,07	1,14	1,22	1,30	1,39	1,39
FCL descontados	186 593	182 473	178 444	174 504	170 652	3 582 111
ENTERPRISE VALUE	4 474 776					

5. Estimación del valor de los recursos propios:

Para finalizar la valorización con el método DCF de Hugo Boss, se debe calcular el Equity Value, que representa el Enterprise Value, del cual se deduce la deuda financiera neta de la empresa. Estos datos se presentan en la tabla *Estimación del valor de los recursos propios*:

Tabla 14: Estimación del valor de los recursos propios

Enterprise Value	4 474 776
Deuda financiera	176 136
Caja y Inversiones financieras temporales	146 717
Minoritarios	-
Deuda financiera neta	29 419
EQUITY VALUE	4 445 357

El Equity Value de Hugo Boss alcanza 4 445 357 miles de euros. En relación con el número de acciones de Hugo Boss en el mercado, se puede asumir un precio objetivo de 63,1€ por acción. La acción de Hugo Boss cotiza al 27 de mayo a 55,3€.

6. Análisis de sensibilidad:

Para entender los diferentes factores que podrán afectar a la empresa en el futuro, se hizo un análisis de sensibilidad en función de distintas tasas de descuento (WACC) y distintas tasas de crecimiento a perpetuidad (g). Se ha realizado este análisis porque se puede estimar que estas dos tasas son los dos elementos que más afectan la valoración de Hugo Boss. No se ha realizado análisis de sensibilidad con variación de las ventas porque las ventas de Hugo Boss siguen la misma cadencia desde muchos años. Asimismo, se sabe que el sector del lujo es un sector estable y fiel, que no es perjudicado por las crisis económicas. Por eso, no hay razones para que los beneficios de Hugo Boss caigan, por lo que no resultaría relevante hacer un análisis de sensibilidad del valor de Hugo Boss con una caída de las ventas. Al respecto se pueden observar las tablas *Análisis de sensibilidad sobre el Enterprise Value* y *Análisis de sensibilidad sobre el Equity Value*:

Tabla 15: Análisis de sensibilidad sobre el *Enterprise Value*

Enterprise Value		Tasa de crecimiento g			
		1,6%	1,8%	2,0%	2,2%
WACC	6,7%	4 356 889	4 506 356	4 668 656	4 845 514
	6,9%	4 189 356	4 326 425	4 474 776	4 635 864
	7,1%	4 034 111	4 160 191	4 296 238	4 443 484
	7,3%	3 889 852	4 006 149	4 131 290	4 266 325

Tabla 16: Análisis de sensibilidad sobre el *Equity Value*

Equity Value		Tasa de crecimiento g			
		1,6%	1,8%	2,0%	2,2%
WACC	6,7%	4 327 470	4 476 937	4 639 237	4 816 095
	6,9%	4 159 937	4 297 006	4 445 357	4 606 445
	7,1%	4 004 692	4 130 772	4 266 819	4 414 065
	7,3%	3 860 433	3 976 730	4 101 871	4 236 906

A partir de los datos presentados en las tablas *Análisis de sensibilidad sobre el Enterprise Value* y *Análisis de sensibilidad sobre el Equity Value*, se puede afirmar que, en relación con este análisis de sensibilidad, se puede derivar un valor para los recursos propios de Hugo Boss de entre 4 130 772 y 4 816 095 miles de euros.

C. Valoración por múltiplos comparables

La valoración de empresas por múltiplos es un método que ha permitido valorar Hugo Boss en comparación con otras sociedades. Se valorará sobre la base de una muestra de empresas que sean similares a ella en términos de actividad y rendimiento. Dado esto, la muestra está constituida por *Ralph Lauren Corp*, *SMCP (Sandro, Maje, Claudit Perlot)*, *PVH Corporation (Calvin Klein, Tommy Hilfiger)*, *Louis Vuitton Moët Hennessy*, *Inditex* y *Prada*. Todas esas empresas comparten las mismas similitudes, en efecto, actúan todas en la industria del textil, al nivel internacional. Las seis empresas elegidas son empresas cotizadas. Fueron elegidas empresas del sector del lujo como LVMH y Prada, empresas del sector Premium como SMCP, PVH y Ralph Lauren y empresa del comercio masivo como Inditex, para obtener una idea global de la industria del textil.

Se utilizaron dos tipos de múltiplos diferentes: los múltiplos sobre recursos propios y los múltiplos sobre Enterprise Value. Como se comparan empresas del mismo sector, se puede utilizar tantos múltiplos de EBIT que de EBITDA. Los resultados obtenidos se muestran en la tabla *Valoración por múltiplos comparables*:

Tabla 17: Valoración por múltiplos comparables

Empresas	EV/EBITDA	EV/Ventas	EQV/Beneficio	Beneficio	Market Cap	PER
RALPH LAUREN CORP	7,12	1,16	14,22	600	8529	14,44
SMCP	6,76	1,12	12,12	84,50	1024	13,02
PVH CORPORATION	7,21	1	11,35	707	8027	11,20
LVMH	11,80	3,11	21,61	7913	171 000	21,40
INDITEX	11,90	2,51	20,70	3773	78 103	20,71
PRADA	9,43	1,84	22,18	286	6344	21,20
MEDIA	9,04	1,79	17,03			17,00
HUGO BOSS	4 541 344	5 229 989	4 021 640			13,16
Equity Value	4 511 925	5 200 570	4 021 640			

En la tabla *Valoración por múltiplos comparables*, se observa que el PER actual de Hugo Boss se sitúa por debajo de la media de las seis empresas, pero es consistente con el PER de las tres empresas del sector Premium. En relación con los múltiplos de EV/EBITDA, EV/Ventas y EQV/Beneficio, se obtiene un rango de valoración para Hugo Boss de entre 4 021 640 y 5 200 570 miles de euros, un precio de la acción entre 57€ y 73€.

D. La prima de control de Hugo Boss

Para determinar la prima de control de Hugo Boss se utilizó el informe publicado por PWC, Primes de contrôle, en enero 2018. En general, se considera como características importantes, el sector en el cual la empresa estudiada desarrolla su actividad, el tamaño de la capitalización bursátil de la empresa, el porcentaje de control que el inversor quiere conseguir y el país de referencia de la empresa. En el caso de Hugo Boss, se desarrolla una prima de control para un obtener un control de 51%, es decir para obtener la posibilidad de gestionar las estrategias y decisiones de Hugo Boss.

El segmento de los bienes de consumo propone una prima de control media de 14,4% en 2018, según PWC. El sector de los bienes de consumo tiene la prima de control media más alta en comparación con el sector de los servicios, bancos y seguros, industria y servicios públicos, se ilustra en el siguiente gráfico:

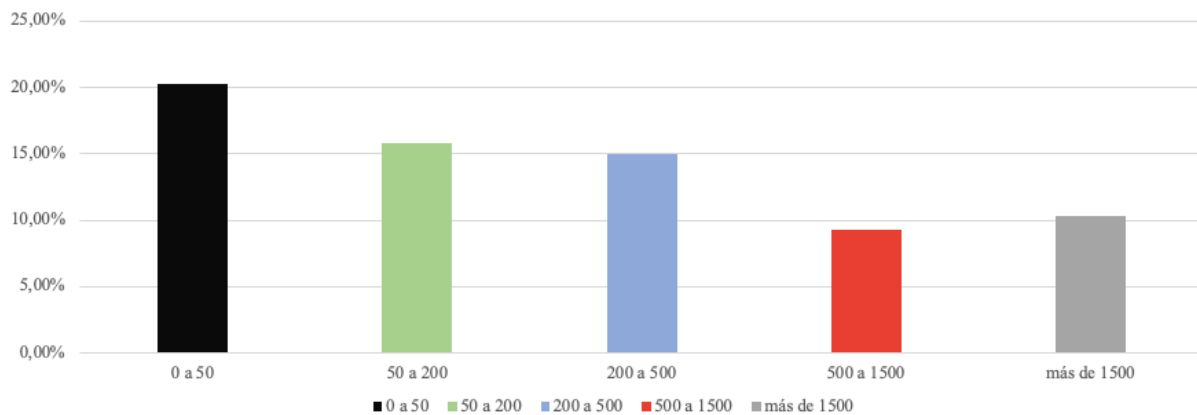
Grafico 10: Prima de control media por sector de actividad en 2018



Fuente: Adaptado del informe Primes de contrôle, publicado por PWC, enero 2018

Con respecto al tamaño de la capitalización bursátil de Hugo Boss, la prima de riesgo media por las capitalizaciones bursátiles superior a 1 500 millones es de 10,3%. Se observa que cuando más grande es la cotización bursátil menos importante es la prima de control. En efecto, para las empresas con cotización bursátil de 0 a 50 millones, la prima de control es de 20,3%, como se puede ver el gráfico *Prima de control en función de la capitalización bursátil en 2018*:

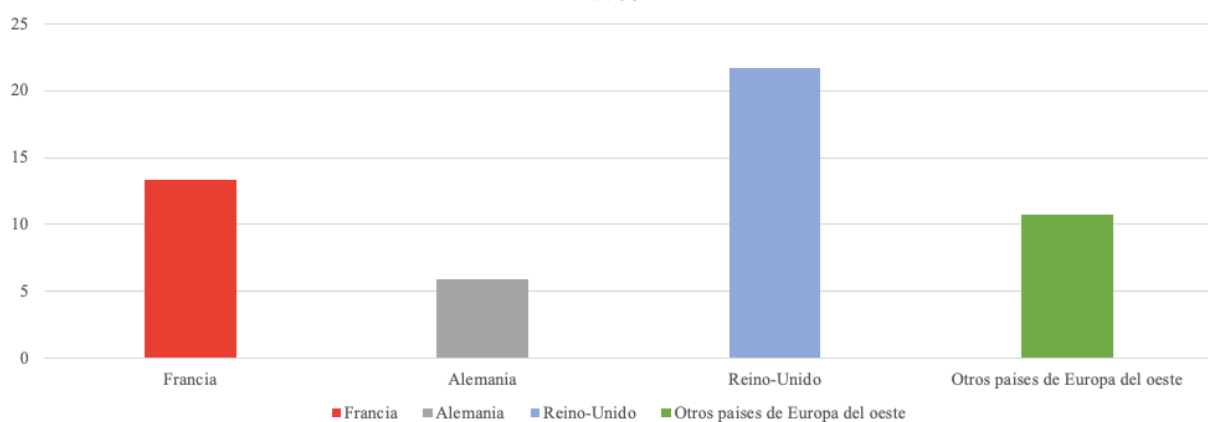
Grafico 11: Prima de control en función de la capitalización bursátil en 2018
en millones de euros



Fuente: Adaptado del informe Primes de contrôle, publicado por PWC, enero 2018

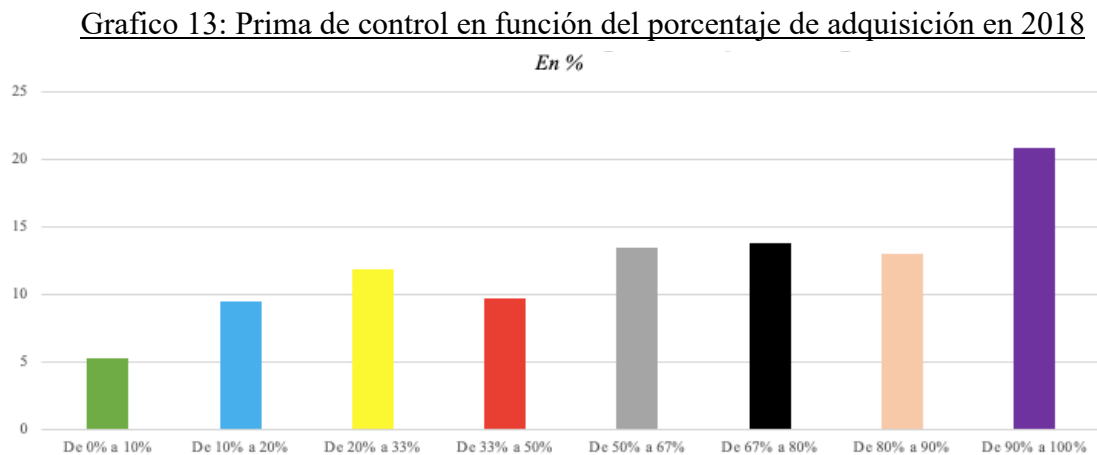
Hugo Boss cotiza en la bolsa de Fráncfort y su sede social se sitúa en Alemania, por lo que se decidió tomar la prima de riesgo alemán como referencia.

Grafico 12: Prima de control en los países de Europa del oeste en 2018
en %



Fuente: Adaptado del informe Primes de contrôle, publicado por PWC, enero 2018

Finalmente, como es necesario conseguir un control de 51%, se deben considerar las primas de control aplicadas a las transacciones que compran entre 50% y 67% de las acciones de la empresa. Como se muestra en el gráfico Prima de control en función del porcentaje de adquisición en 2018:



Fuente: Adaptado del informe Primes de contrôle, publicado por PWC, enero 2018

La prima de riesgo para las transacciones de esa magnitud es de 13,5%. Se observa que cuando más grande es el porcentaje de control más importante es la prima de control. En efecto, para las empresas con cotización bursátil de 90% a 100%, la prima de control es de 20,8%.

Para obtener la prima de control de Hugo Boss, se usó la media de las cuatro características anteriores, a saber: el porcentaje de adquisición, la industria, el país y el tamaño de la capitalización bursátil. Y se obtuvo una prima de control de 11%. Entonces, en relación con el rango de valor obtenido mediante los otros métodos de valoración, los inversores que quisieran obtener el control sobre la sociedad deberían estar dispuestos a comprar las acciones entre 63€ y 81€.

5. Conclusión

La valoración de empresa es esencial en todas las operaciones que implican una transacción, ya que contribuye a la fijación del precio, que es una condición formal para la realización de la transacción. Existen numerosos métodos de valoración: los métodos estáticos, los dinámicos y por múltiplos. Cada uno de ellos presenta ventajas y desventajas, pero los más utilizados son el método por descuento de flujos de caja libres a futuro y la valoración por múltiplos. Estos dos métodos se suelen aplicar de forma conjunta, lo cual permite obtener resultados más completos. En efecto, el método por descuento de flujos de caja libres a futuro analiza en profundidad la salud financiera de la empresa y toma en cuenta su entorno macroeconómico. A la vez, la valorización por múltiplos analiza la empresa en relación con su entorno competitivo. Por lo que los dos métodos ofrecen una visión completa y permiten el desarrollo de resultados interesantes. Sin embargo, una buena valoración no puede dar una estimación precisa del valor si los inputs elegidos por los analistas son datos subjetivos, por esta razón los inversores deben tener en cuenta este tipo de información para evitar tener un juicio sesgado.

Hugo Boss es una empresa global con una implantación considerable a nivel internacional, y un actor sustancial en el sector Upper Premium desde 1924. La compañía actúa en varios sectores de la industria de la moda y distribuye sus productos en una red de distribución completa que le permite atender a todos los consumidores potenciales. Sus dos marcas, HUGO y BOSS, intentan responder a las necesidades y deseos de todos los consumidores, a través de productos innovadores y de alta calidad. La estrategia actual de Hugo Boss se enfoca en la mejora de su atractivo como marca respetando los dos criterios principales destacados por su clientela: la personalización y la rapidez. Con su estrategia, Hugo Boss pronostica una mejora de sus ventas entre un 5% y un 7% al año. Con el aumento de su actividad comercial en línea, con la conquista de nuevos mercados en Asia y la intensificación de las ventas de la marca HUGO, se espera que las ventas de la empresa se incrementen.

Hugo Boss cotiza en la bolsa de Fráncfort desde 1985. La gran mayoría de sus acciones circulan libremente en el free float y están principalmente en propiedad de inversores norteamericanos y europeos. La compañía Hugo Boss demuestra una salud financiera fuerte, con un endeudamiento bajo y un apalancamiento financiero pequeño en relación con sus competidores principales. Además, las ratios de solvencia de la empresa

dan prueba de su robustez. Asimismo, el grupo tiene una política de retribución de dividendos muy bien definida y atractiva, con una ratio Payout de 80% en 2017 y 2018.

La empresa Hugo Boss evoluciona dentro de un entorno macroeconómico mundial impactado por incertidumbres políticas y comerciales, que sufre de una desaceleración del consumo global y del endurecimiento de las políticas monetarias en Estados Unidos y Europa. Sin embargo, se pueden ver algunos factores positivos que permitirán que economía mundial no se desplome, como el enriquecimiento de la población, el progreso de las nuevas tecnologías y el incremento del comercio electrónico.

Las expectativas de crecimiento sobre el sector Premium, al que pertenece Hugo Boss, no logran la unanimidad entre las consultorías. Sin embargo, se pueden destacar características concretas que le permitirán al sector crecer en el futuro, como el creciente tamaño del sector Premium en la industria del textil, el carácter poco cíclico de las ventas del sector, el desarrollo del comercio en línea y una nueva clientela china que se enriquece.

Para valorar la empresa Hugo Boss, se emplearon tres métodos de valoración distintos para obtener resultados completos y más objetivos y confiables. El análisis bursátil destaca una caída significativa del precio de la acción en 2015, con la venta de las acciones de Permira. Asimismo, el precio de la acción de la empresa se ve afectado desde 2018 por la desaceleración del crecimiento chino, las tensiones políticas y comerciales, y por las inseguridades en los mercados de valores. La tendencia bajista durante el año 2018 supone una recuperación o tendencia alcista en 2019, que puede notarse ya en la cotización bursátil de los primeros meses de este año. La valoración por descuento de flujos de caja libres a futuro permite derivar un valor para los recursos propios de Hugo Boss de entre 4 130 772 y 4 816 095 miles de euros, pero excluye el impacto de cualquier prima de control.

En lo que se refiere a su cotización actual, que alcanza los 3 662 millones con un precio de la acción de 52€, el método DCF facilita una cotización más elevada con un precio de la acción entre 57€ y 73€. La valoración por múltiplos, que permite comprobar los resultados obtenidos, propone un rango de valor para los recursos propios entre 4 021 640 y 5 200 570 miles de euros. Razón por la cual se puede concluir que los resultados obtenidos mediante el método por DCF son verosímiles.

En relación con los resultados obtenidos en el análisis bursátil, la valoración por descuentos de flujos de caja libres a futuros y la valoración por múltiplos, se puede evidenciar un valor de la empresa creciente a futuro; esto y su política de dividendos son pruebas de fiabilidad y de retroalimentación positiva. Basándonos en estos datos, podemos recomendar a los potenciales inversores la compra de acciones de Hugo Boss, porque su precio actual está infravalorado.

Sin embargo, en el caso un inversor que estuviera planteándose adquirir un porcentaje relevante de acciones de Hugo Boss, sería recomendable pagar una prima de control. Para la empresa Hugo Boss, se supone una prima de control de 11% para un control de entre 50% y 67%, basándose sobre su capitalización bursátil, la industria de los productos de consumo, y la prima de control alemana. Por consiguiente, los inversores que quisieran adquirir un porcentaje relevante de la sociedad deberían estar dispuestos a comprar las acciones a un precio entre 63€ y 81€. En relación con los resultados obtenidos mediante los tres métodos de valoración que excluyen la prima de control, y el rango de valor obtenido con la incorporación de la prima de control, se puede afirmar que es recomendable que los potenciales inversores compren y obtengan el control de Hugo Boss.

Como se definió en la parte introductoria, el objetivo del presente estudio era saber si la acción de Hugo Boss, bajo ciertos supuestos que han sido tomados en cuenta a lo largo del trabajo, representa una inversión interesante para potenciales inversores. Una vez realizado todo el estudio, se puede recomendar las acciones de Hugo Boss tanto a accionistas minoritarios como a accionistas mayoritarios.

IV. Bibliografía

Bain&Company. (2018). *Le marché mondial des produits personnels de luxe affiche une croissance positive en 2018 – la croissance perdurera jusqu'en 2025*. Disponible en: <https://www.bain.com/fr/a-propos-de-bain/media-center/communiqués-de-presse/france/2018/le-marche-mondial-des-produits-personnels-de-luxe-affiche-une-croissance-positive-en-2018--la-croissance-perdurera-jusqu'en-2025/>

Black, F. (1992). Beta and Return. *Journal of portfolio management*. Disponible en: http://sbufaculty.tcu.edu/mann/Fin%2030233%20-%20F2010/Black_FAJ93.pdf

Bloomberg. (2019). *HUGO BOSS AG*. Disponible en: <https://www.bloomberg.com/quote/BOSS:GR>

Corporate Finance Institute. (sf). *Control Premium*. Disponible en: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/control-premium/>

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Second edition*. *Easyonlinebooks*. Disponible en: http://easyonlinebooks.weebly.com/uploads/1/1/0/7/11075707/investment_valuation-damodaran.pdf

Damodaran, A. (2005). *The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials*. *SSRN*. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=837405

Del Palacio Tornos, B. (2017). *Finanzas Corporativas: Tema 4 Teoría de carteras*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE.

Del Palacio Tornos, B. (2017). *Finanzas Corporativas: Tema 6 Política de dividendos*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE.

Del Palacio Tornos, B. (2017). *Finanzas Corporativas: Tema 1 Valoración de activos de renta variable*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE.

Del Palacio Tornos, B. (2017). *Finanzas Corporativas: Tema 3 Valoración de empresas*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE.

EY. (2018). *Luxury and Cosmetics Financial Factbook 2018*. Disponible en:
<https://emeia.ey-vx.com/3817/118881/new-folder/the-luxury-and-cosmetics-financial-factbook-2018-vf.pdf>

EY Parthenon. (2018). *Fashion Luxury*. Disponible en:
[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-parthenon-etude-fashion-luxury/\\$FILE/ey-parthenon-paquette-luxe.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-parthenon-etude-fashion-luxury/$FILE/ey-parthenon-paquette-luxe.pdf)

Fernandez P, Martinez M, Acín I., (2005). *Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 69 countries in 2019: a survey*. SSRN. Disponible en:
<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=942094068073002103091106124091122086034008059068089043102126106104085005073089118076103052038060105029109001071066113118100027052078027028048089125029004094111071087073127016101100125067090007073088022093099027107011001126080016120003090022093093&EXT=pdf>

Hugo Boss. (2019). *History*. Disponible en:
<https://group.hugoboss.com/en/company/history/>

Hugo Boss. (2019). *Strategy*. Disponible en:
<https://group.hugoboss.com/en/company/strategy/>

Hugo Boss. (2019). *Brands*. Disponible en:
<https://group.hugoboss.com/en/company/brands/>

Hugo Boss. (2019). *Annual Report 2018*. Disponible en:
<https://annualreport-2018.hugoboss.com>

Hugo Boss. (2018). *Annual Report 2017*. Disponible en: <http://annualreport-2017.hugoboss.com/index.html>

Hugo Boss. (2017). *Annual Report 2016*. Disponible en: https://group.hugoboss.com/fileadmin/media/pdf/investors/financial-reports/2016/EN/Annual_Report_2016.pdf

Hugo Boss. (2016). *Annual Report 2015*. Disponible en: <http://annualreport-2015.hugoboss.com>

Hugo Boss. (2015). *Annual Report 2014*. Disponible en: <http://annualreport-2014.hugoboss.com/index.html>

Hugo Boss. (2014). *Annual Report 2013*. Disponible en: <http://annualreport-2013.hugoboss.com/servicepages/welcome.html>

Hugo Boss. (2013). *Annual Report 2012*. Disponible en: <http://geschaeftsbericht-2012.hugoboss.com/reports/hugoboss/annual/2012/gb/English/0/home.html>

Hugo Boss. (2019). *Shareholder Structure*. Disponible en: <https://group.hugoboss.com/en/investors/share/shareholder-structure/>

Hugo Boss. (2019). *Share Price Performance*. Disponible en: <https://group.hugoboss.com/en/investors/share/share-price-performance/>

Hugo Boss. (2019). *Dividend*. Disponible en: <https://group.hugoboss.com/en/investors/share/dividend/>

Hurun Report. (2018). *Hurun Global Rich List 2018*. Disponible en: <http://www.hurun.net/EN/Article/Details?num=2B1B8F33F9C0>

Investment research. (2019). *S&P Capital IQ*, McGraw Hill Financial.

Marín-Lozano O, Mirete P., (2018). *Análisis de valores: Tema 1 Concepto y Finalidad del análisis financiero*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE.

Marín-Lozano, O. (2018). *Análisis de valores: Tema 2: El análisis Top-down*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE.

Marín-Lozano O, Mirete P., (2018). *Análisis de valores: Tema 3 El análisis de los estados financieros (Parte 1) El balance*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE.

Marín-Lozano O, Mirete P., (2018). *Análisis de valores: Tema 3 El análisis de los estados financieros (Parte 1) La cuenta de resultado*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE.

Marín-Lozano, O. (2018). *Análisis de valores: Tema 5 Estudio del cash flow*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE.

Marín-Lozano, O. (2018). *Análisis de valores: Tema 6 Ratios Financieros*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE.

Marín-Lozano, O. (2018). *Análisis de valores: Tema 7 Multiplicadores bursátiles*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE.

McKinsey&Company. (2019). *The State of Fashion 2019*. Disponible en: <https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Industries/Retail/Our%20Insights/The%20State%20of%20Fashion%202019%20A%20year%20of%20awakening/The-State-of-Fashion-2019-final.ashx>

OMC. (2019). *Rapport sur le commerce mondial 2018*. Disponible en: https://www.wto.org/french/res_f/publications_f/world_trade_report18_f.pdf

OCDE. (2019). *El comercio de productos falsificados representa ya un 3,3% del comercio mundial, y va a seguir aumentando, según la OCDE*. Disponible en: <http://www.oecd.org/centrodemexico/medios/elcomerciodeproductosfalsificadosrepresenta.htm>

PWC. (2018). *Primes de contrôle*. Disponible en: https://www.pwc.fr/fr/assets/files/pdf/2018/01/pwc_etude_primes_controle_janv%202018.pdf

Ross S, Westerfield R, Jaffe J & Jordan B., (2011). *Corporate Finance, Core Principles & Applications*. Nueva York, Estados Unidos: McGraw-Hill Irwin, *Third Edition*

Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: A theory of Market equilibrium under conditions of risk*. *The Journal of Finance*, 3

SAP. (2019). *2018 Global Ecommerce Report*. Disponible en: <https://www.sap.com/documents/2018/11/12144e00-2c7d-0010-87a3-c30de2ffd8ff.html>