



BRIEF CASES

411-S17

01 DE MARZO DE 2010

ERIK STAFFORD

JOEL L. HEILPRIN

JEFFREY DEVOLDER

Hansson Private Label, Inc.: Evaluando una inversión en expansión

Introducción

En una fría noche de domingo, a finales de febrero del 2008, Tucker Hansson examinó, minuciosamente, una propuesta desarrollada por el equipo de fabricación de su empresa. Se requería una inversión de 50 millones de dólares para ampliar la capacidad de producción en Hansson Private Label (Hansson o HPL). Para Hansson, empresa privada, esta sería una importante inversión, ya que no se había iniciado un proyecto de esa magnitud desde hacía más de una década, y la expansión no estaba exenta de riesgos significativos. Era probable que se duplicase la deuda de HPL y aumentara considerablemente la concentración de clientes. Este era un momento crítico para la empresa, construida cuidadosamente por Tucker Hansson, durante más de 15 años. Él se preguntó si el retorno de la inversión sería lo suficientemente grande como para justificar el esfuerzo y el riesgo. También se preguntó cuál era el mejor medio para evaluar el potencial de inversión.

HPL fabrica productos para cuidado personal -jabón, champú, enjuague bucal, crema de afeitar, protector solar, y similares- todo se vendía bajo la etiqueta de marca de uno u otro de los socios al por menor de HPL, que incluía supermercados, farmacias y tiendas de autoservicio. La firma, cuyas ventas habían crecido constantemente a lo largo de los años, generó US\$681 millones en ingresos el 2007.

Tres semanas antes, el mayor cliente al detalle de HPL le había comentado a Hansson que quería aumentar significativamente las acciones de HPL de su fabricación de marcas privadas. Teniendo en cuenta que HPL ya estaba operando cerca de su máxima capacidad, tendría que expandirse para dar cabida a un cliente tan importante sin “canibalizar” una parte importante de los negocios existentes de HPL. El problema estaba, en que el cliente se comprometiera por un contrato de sólo tres años — y se esperaba un compromiso *de go / no-go* de Hansson dentro de 30 días.

A pesar de estar preocupado por el riesgo, Hansson, también, se sentía alentado por las perspectivas de un rápido crecimiento y la creación de un valor significativo. Él tenía conocimiento de innumerables casos de negocios de marca y de nombre privado que habían arriesgado su futuro

El caso de LACC número 411-S17 es la versión en español del caso de HBS número 4021. Los casos de HBS se desarrollan únicamente para su discusión en clase. No es el objetivo de los casos servir de avaluos, fuentes de datos primarios, o ejemplos de una administración buena o deficiente.

Copyright 2006 President and Fellows of Harvard College. No se permitirá la reproducción, almacenamiento, uso en planilla de cálculo o transmisión en forma alguna: electrónica, mecánica, fotocopiado, grabación u otro procedimiento, sin permiso de Harvard Business School.

mediante el bloqueo de una fuerte relación con un distribuidor grande y poderoso. Para muchos, la apuesta había proporcionado una gran retribución que se prolongó durante décadas.

Los empleados de Hansson habían completado su recolección de datos, y proporcionaron el análisis multifacético del proyecto propuesto, que ahora él tenía en sus manos. Había llegado el momento de hacer un análisis final sobre sí mismo y tomar una decisión.

Historia de la Empresa

HPL se inició en 1992, cuando Tucker Hansson compró la mayor parte de los activos de fabricación de Simon Health y Beauty Products. Simon había decidido salir del mercado después de luchar durante años como jugador de nivel inferior en productos de marca para cuidado personal. Hansson fue un empresario en serie que había pasado los últimos nueve años comprando a empresas fabricantes y vendiendo sus productos para obtener ganancias después de mejorar su eficiencia y aumentar sus ventas. Compró HPL por 42 millones –25 millones de dólares de fondos propios y US \$17 millones que pidió prestado– que era (y se mantuvo) como la inversión individual más grande nunca antes hecha por él anteriormente. El estaba tratando de sacar provecho a lo que vio como la tendencia incipiente pero de gran alcance de sus productos de marca propia, aumentando su participación en la venta de productos al consumidor. Aunque era arriesgado efectuar la concentración de su riqueza en una sola inversión, Hansson creía que estaba pagando mucho menos que por los costos de reposición de los activos y confiaba en que el crecimiento de la marca propia aumentaría sin cesar.

La evaluación de la marca registrada de Hansson mostró perspectivas de crecimiento que resultaron ser proféticas, y su persistente enfoque en la eficiencia de fabricación, gestión de gastos y servicio al cliente convirtió a HPL en un éxito. Ahora, HPL cuenta con la mayoría de los principales clientes minoristas nacionales y regionales. Hansson se había expandido en forma conservadora, sin añadir una importante capacidad hasta tener una visibilidad suficientemente clara de las posibilidades de venta a fin de garantizar que cualquier nueva instalación iniciara operaciones con utilización de por lo menos 60% de su capacidad. Ahora tenía cuatro plantas, todas operando a más de 90% de su capacidad. Había mantenido también la deuda a un nivel modesto para contener el riesgo de dificultades financieras en el caso de que la compañía perdiese un gran cliente. La misión de HPL seguía siendo la misma: ser un proveedor líder de productos de alta calidad de marca privada de cuidado personal para los principales minoristas de los Estados Unidos. (Ver **Anexo 1**, que muestra los estados financieros históricos de HPL).

El Mercado de Productos de Cuidado Personal

El mercado dirigido al cuidado personal incluye: cuidado de manos y cuerpo, higiene personal, higiene bucal y productos para el cuidado de la piel. Las ventas de estos productos en los Estados Unidos ascendieron a US\$21,6 billones en el año 2007. El mercado se mantuvo estable, y los volúmenes de unidades aumentaron menos del 1% en cada uno de los últimos cuatro años. El crecimiento de las ventas en dólares fue impulsado por las subidas de precios, que también fueron modestos, un promedio de 1,7% anual durante los últimos cuatro años. La categoría presentó numerosos nombres nacionales con una considerable lealtad a la marca. Las ofertas de la marca abarcaban desde productos de gama alta, tales como *Oral-B* en la categoría de higiene bucal y de gama baja como *Suave* en el cuidado del cabello. La penetración de las marcas de lujo, medida como porcentaje de las ventas del subsegmento de dólares, fue de un 3% en el cuidado del cabello y de un

20% en desinfectantes de manos. (Anexos 2 y 3 presentan datos sobre la venta de marcas privadas y cuota de mercado).

Los consumidores compraron productos de cuidado personal, principalmente a través de minoristas, en cinco categorías principales: tiendas de autoservicio (por ejemplo, Wal-Mart), las tiendas club (por ejemplo, Costco), supermercados (por ejemplo, Kroger), farmacias (por ejemplo, CVS) y las tiendas de dólar (por ejemplo, Dollar General). Como resultado de la trascendente consolidación y crecimiento de cadenas de venta al por menor en los últimos 15 años, los fabricantes de productos de consumo dependían en gran medida de un relativamente pequeño número de minoristas que tenía una gran presencia nacional. Para sobrevivir en la categoría de cuidado personal, los fabricantes tuvieron que convencer a las grandes cadenas para vender sus productos, ofrecer estanterías visibles, adecuadas y de gran espacio, y cooperar con las promociones de productos. Muchas empresas de bienes de consumo encontraron cada vez más difícil hacerlo, ya que alrededor de 80 mil nuevos productos fueron lanzados cada año, creando una intensa competencia por espacio en las estanterías.

La industria de las Marcas Privadas

Con las marcas privadas, fueron los minoristas en lugar de los fabricantes quienes controlaron la producción, el embalaje y la promoción de los productos. Aunque algunos grandes minoristas habían integrado verticalmente y eran dueños de las instalaciones de fabricación para sus productos de marca propia, la mayoría de los minoristas compraban sus productos procedentes de otros fabricantes. Algunos fabricantes producían productos de marca propia además de las otras marcas (por ejemplo, Kimberly-Clark), mientras que otros (por ejemplo, Procter & Gamble) no producían productos de marca privada.

Históricamente, los minoristas han ofrecido productos de marca privada a los consumidores como alternativas de menor precio a los productos de marca nacional. Con el tiempo, las mejoras de calidad en los productos de marca propia y su envasado, llevó a una mayor aceptación por parte de los consumidores. Según AC Nielsen, la aceptación fue tan generalizada que, en el 2007, el 99,9% de los consumidores de los Estados Unidos compró por lo menos un producto de marca propia. . . Esta mayor aceptación lideró las ventas de marca propia en todas las categorías de productos, por más de \$70 mil millones de dólares, durante ese mismo año.

Los minoristas habían conducido, y todavía lo hacen, estos aumentos en la aceptación del consumidor. Podrían aumentar sus beneficios capturando una mayor parte de la cadena de valor de lo realizado con los productos de marca, en el que las ganancias del fabricante por unidad podía ser el doble de las de los minoristas, especialmente si la marca era bien conocida (por ejemplo, pasta de dientes *Crest*). Con los productos de marca propia, el costo de los bienes de los minoristas era casi el 50% menos que con los productos de marca. Teniendo en cuenta el costo reducido, los minoristas podrían duplicar su beneficio por unidad vendida a pesar de los precios de venta más bajos. Ganar la aceptación del consumidor de productos de marca privada y de sus precios seguiría siendo una gran oportunidad para los minoristas, ya que estos productos representaban menos del 5% de las ventas en muchas categorías de productos. En la categoría de cuidado personal de 21,6 mil millones de dólares, los productos de marca propia representaban US\$4 mil millones de ventas al por menor (menos del 19%), lo que se tradujo a \$2,4 mil millones de dólares en ventas al por mayor de los fabricantes. Hansson estimó que HPL tenía un poco más del 28% de ese total (véase el Anexo 4, que muestra las ventas de HPL a través de sus canales de venta al por menor).

Propuesta de Inversión

La propuesta de inversión en manos de Hansson incluye los siguientes elementos:

Componentes de costos	Valor	Vida útil	Deprec.
Fondo de Expansión	US\$10.000	20 años	U\$500
Fabricación de equipos	20.000	10 años	2.000
Equipos de embalaje	15.000	10 años	1.500
Capital de Trabajo ¹	<u>12.817</u>		<u>0</u>
Inversión Total	\$57.817		\$4.000

1 El aumento de capital de trabajo no se espera que ocurra en la delantera en el momento de la inversión inicial. Se supone que tendrá lugar durante todo el año y se debe considerar como parte del flujo de fondos del 2009.

Nota: El capital de trabajo se define como cuentas por cobrar más inventarios menos cuentas por pagar y gastos acumulados. Al final del proyecto, el capital de trabajo será devuelto en una cantidad igual a cuentas de las cuentas por cobrar y por pagar.

El equipo que desarrolló la propuesta estuvo dirigido por Robert Gates, Vicepresidente Ejecutivo de Fabricación de HPL. La consideraron una inversión interesante debido a la capacidad adicional que permitiría a HPL, ampliar la relación con su cliente más importante (cuyas ventas crecieron en los EE.UU. y el extranjero) y generar un retorno aceptable. La expansión también abriría la posibilidad de hacer crecer las relaciones de HPL con otros clientes. Por otra parte, también, podría cambiar el panorama competitivo. Prácticamente, todo el crecimiento de la unidad provenía de las ganancias por la penetración de marcas privadas que, aunque constantes, eran demasiado modestas para apoyar la expansión significativa de los productores múltiples. Sabiendo esto, los competidores de HPL fueron disuadidos de ampliar su capacidad de producción en los sectores de HPL dirigidos al cuidado personal —especialmente desde que HPL anunciara que sería apoyado por medio de un contrato multianual con un cliente influyente.

Sin embargo, el equipo reconoció que el proyecto presentaba riesgos diferentes a los ya experimentados, previamente, por HPL. Primero, por el nivel de inversión y por incurrir en una deuda asociada que aumentaría significativamente los costos fijos anuales de HPL y el riesgo de dificultades financieras debido a la caída en sus ventas, aumento de costos, o ambas cosas. En segundo lugar, las ventas que apoyarían el crecimiento de la capacidad vendrían, por lo menos, inicialmente, del que ya era el mayor cliente de HPL. A pesar que HPL tenía una larga y positiva relación con el cliente, la demanda podría desaparecer al final del inicio del contrato de tres años.

Pasos hacia una decisión final

El proceso de planificación de capital anual se llevó a cabo durante una sesión de trabajo durante todo el día organizada por Tucker Hansson durante los meses de octubre. En la reunión, Hansson y su personal, incluidos los gerentes de cada instalación, revisaron las solicitudes de capital y el marcador relacionado preparado por la Directora Financiera Sheila Dowling. Estuvieron de acuerdo en una priorización de los proyectos, discutieron las ventajas y desventajas de la elección de varios de ellos por sobre otros, y se preguntaron por las oportunidades y consecuencias de llevar a cabo los

proyectos que figuraban en el menor nivel de gastos. El presupuesto de capital para el próximo año se concluyó en la primera reunión de personal de Hansson de cada diciembre, cuando algunas preguntas no fueron respondidas en la sesión del mes de octubre, fueron dirigidas al equipo quien revisó por última vez el plan definitivo, incluyéndola ponderación de las últimas previsiones de EBITDA y el presupuesto de capital resultantes para el año siguiente.

Por su parte, Hansson se basó usualmente en las puntuaciones de Dowling para comparar proyectos, pero su típico enfoque de la evaluación del riesgo no había sido útil para este proyecto. El tamaño de la inversión planteaba un riesgo adicional más allá de lo normalmente previsto por HPL. Como resultado, las dudas que tenía Hansson sobre la recuperación de la inversión y el riesgo tenían un enfoque más “macro” de lo habitual; se preguntaba cuánto valor generaba realmente el proyecto, la cantidad de riesgo, que debía tolerar HPL, cómo podría mitigar los riesgos la empresa, y cuáles eran los planes de seguridad si se materializaban los riesgos no previstos. . Tomar la decisión equivocada podría tener graves consecuencias derivadas de un aumento de la capacidad, costos fijos, y deuda de servicios. Por otra parte, Hansson sabía que era probable que el costo de la deuda fuera caro tanto en términos de gasto por intereses como por convenios restrictivos, y que el financiamiento del capital en condiciones favorables era muy poco probable.

Hansson también sabía que su equipo no estaba contento ya que su indecisión estaba retrasando el proceso. Por otra parte, se dio cuenta que, después de varios años, sin una gran inversión, el equipo empezaba a preguntarse si era una transición a “modo de la cosecha” y, por tanto, si sus días con HPL estaban contados. Hansson tuvo que superar sus temores y tomar una decisión.

La adopción de esta inversión en capacidad, cerraría todas las otras oportunidades de inversión para el futuro previsible: la situación financiera de la empresa estaría en el límite de la zona de confort de Hansson, y el banco de gestión de HPL sería agujereado. Encontró un singular enfoque estimulante; de hecho, las oportunidades de inversión que HPL había evaluado constantemente en los últimos años se incrementaban sumando nuevos tipos de productos, y ahora parecía pobre y poco ambicioso. Al mismo tiempo, Hansson también se enfrentaba a la realidad de que la mayor parte de su fortuna personal estaba ligada a HPL, y una mayor inversión de esta magnitud supondría una concentración de riesgo personal.

Hansson necesitaba efectuar una revisión final de la solicitud antes de darle su aprobación. La pregunta más desconcertante para él se relacionaba con la tasa de descuento apropiada. Sabía que las tasas de descuento pretendían reflejar el grado de riesgo en los flujos de caja de los subyacentes, pero también sabía que la elección del tipo de descuento podría afectar significativamente la viabilidad de un proyecto. La práctica de HPL siempre ha sido utilizar una estimación del WACC (coste medio ponderado de capital) de la empresa como la tasa de descuento para proyectos de presupuestos de capital. En la mente de Hansson, eso tenía sentido porque todo los proyectos de presupuesto de capital de HPL estaban en su línea de negocio, la fabricación de productos de marca privada para cuidado personal. Sin embargo, Hansson ahora se preguntaba si el proyecto debía ser evaluado utilizando el WACC histórico. Después de todo, la empresa fue adquiriendo más deuda, y el proyecto podría cambiar mucho el perfil de riesgo de la empresa.

Con todo esto en mente, Hansson había pedido a Dowling preparar una serie de posibles descuentos en las tasas (que se muestra en **Anexo 7**). Para crear su tabla, Dowling estimó el valor de la empresa HPL en 7,0x durante el último EBITDA del año fiscal, que reflejó la variedad de valoraciones de las últimas transacciones en la industria. Usando la información comparable de la empresa que se muestra en el **Anexo 6**, esta consideraba su valoración tanto conservadora como razonable.

La parte del análisis del WACC con la que Dowling tuvo más problemas fue la relacionada con las estimaciones del costo de la deuda en varios niveles D/E. Sus recientes conversaciones con los banqueros le llevó a creer que la tasa de 7,75% era razonable para los niveles no superiores al 25% D/V, pero que para las grandes cantidades el costo sería considerablemente mayor. Pero ella no sabía por cuánto.

Mientras Hansson observaba caer la nieve, intuyó que le esperaba una noche larga. Habitualmente, él dejaba los análisis financieros a Dowling, sin embargo, esta vez, recogió la propuesta financiera de Gates (que se muestra en el **Anexo 5**), a la vez que cogió el análisis de costo de capital de Dowling, y comenzó a trabajar en sus propias estimaciones de VPN. También, planeó generar análisis de sensibilidad para ver en qué forma los cambios en las principales variables del proyecto —especialmente la utilización de la capacidad, el precio de venta por unidad, y el costo de materiales directos, también por unidad— harían posible que la inversión fuera fuerte o débil. Sería una noche larga y un largo día el de mañana.

Anexo 1: Estados financieros históricos de HPLResultados Operativos:

	2003	2004	2005	2006	2007
Ingreso	\$503,4	\$543,7	\$587,2	\$636,1	\$680,7
Menos: Costos de ventas	<u>405,2</u>	<u>432,3</u>	<u>496,2</u>	<u>513,4</u>	<u>558,2</u>
Utilidad bruta	98,2	111,4	91,0	122,7	122,5
Menos: Ventas, General y Administrativa	<u>37,8</u>	<u>44,6</u>	<u>45,8</u>	<u>51,5</u>	<u>49,0</u>
EBITDA	60,4	66,8	45,2	71,2	73,5
Menos: Depreciación	<u>6,8</u>	<u>6,2</u>	<u>6,0</u>	<u>5,9</u>	<u>6,1</u>
EBIT	53,6	60,6	39,2	65,3	67,4
Menos: Gastos de interés	<u>5,5</u>	<u>5,8</u>	<u>5,9</u>	<u>5,3</u>	<u>3,3</u>
EBT	48,1	54,8	33,3	60,0	64,1
Menos: Impuestos	<u>19,2</u>	<u>22,0</u>	<u>13,3</u>	<u>24,0</u>	<u>25,6</u>
Ingreso Neto	\$28,9	\$32,8	\$20,0	\$36,0	\$38,5

Márgenes					
Crecimiento de ingresos	NA	8,0%	8,0%	8,3%	7,0%
Margen bruto	19,5%	20,5%	15,5%	19,3%	18,0%
Ventas, General y Administrativa/Ingreso	7,5%	8,2%	7,8%	8,1%	7,2%
Margen EBITDA	12,0%	12,3%	7,7%	11,2%	10,8%
Margen EBIT	10,6%	11,1%	6,7%	10,3%	9,9%
Margen de Ingreso Neto	5,7%	6,0%	3,4%	5,7%	5,7%
Tasa de impuesto efectiva	39,9%	40,1%	39,9%	40,0%	39,9%

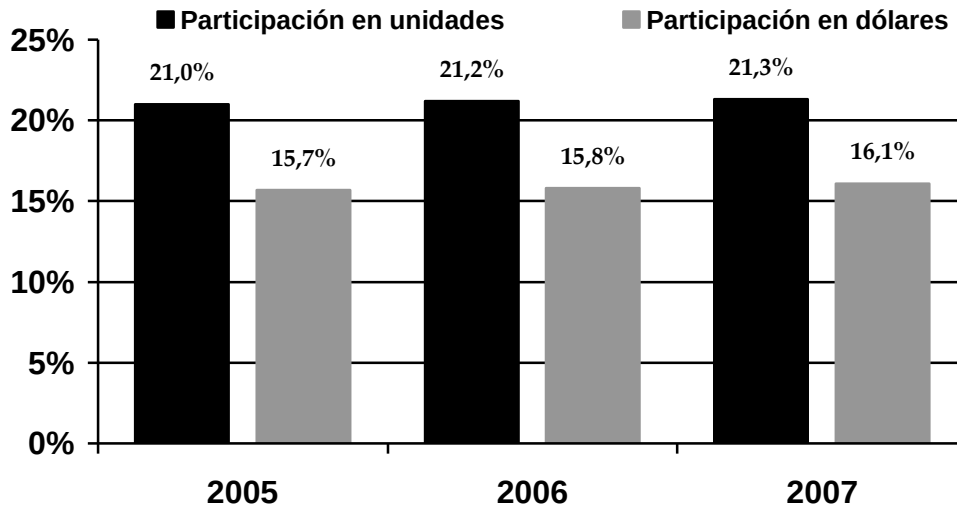
Activos:

	2003	2004	2005	2006	2007
Caja y Efectivo Equivalente	\$4,3	\$5,1	\$4,8	\$7,8	\$5,0
Cuentas por cobrar	62,1	70,1	78,8	87,1	93,3
Inventario	57,7	58,0	61,2	61,9	67,3
Total activo circulante	124,1	133,2	144,8	156,8	165,6
Propiedad, Planta y Equipamiento	201,4	202,9	203,1	202,3	204,4
Otro Activo no circulante	12,3	12,1	11,8	12,5	10,8
Total Activos	\$337,8	\$348,2	\$359,7	\$371,6	\$380,8

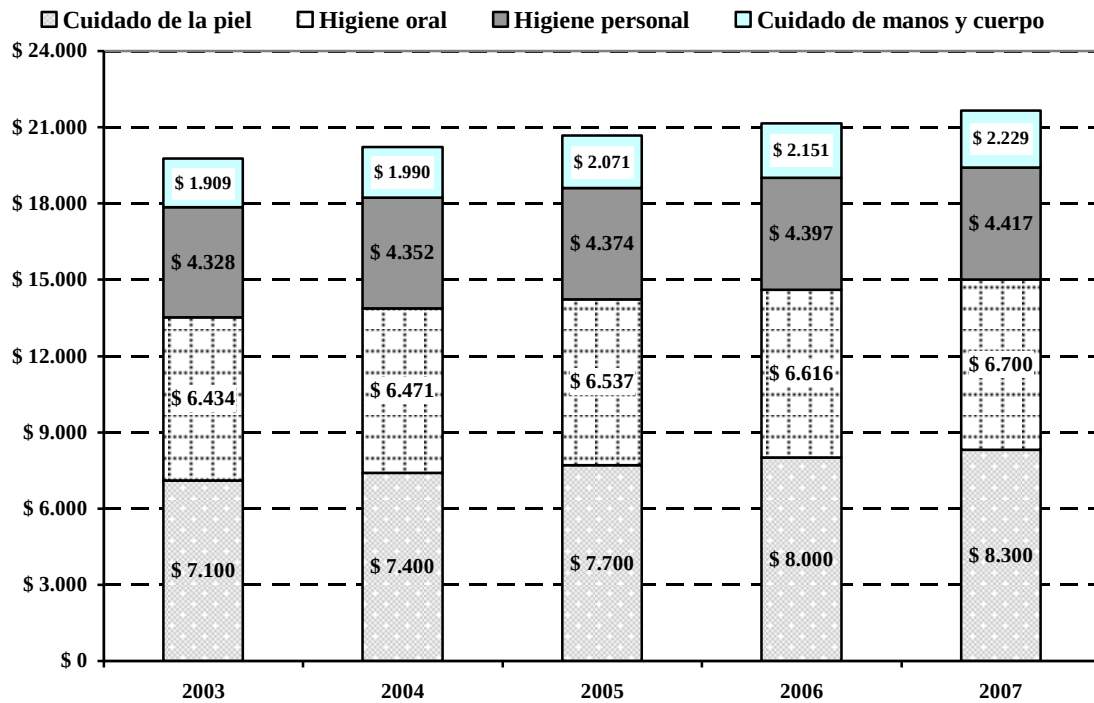
(Anexo 1 continúa en la siguiente página)

Anexo 1, continuación

<i>Pasivos y Patrimonio :</i>	2003	2004	2005	2006	2007
Cuentas por pagar y provisión de pasivos	\$42,2	\$45,0	\$51,6	\$53,4	\$58,1
Deuda a largo plazo	91,6	82,8	73,8	65,8	54,8
Patrimonio	204,0	220,4	234,3	252,4	267,9
Total Pasivos y Patrimonio	\$337,8	\$348,2	\$359,7	\$371,6	\$380,8
<i>Capital de Trabajo Neto:</i>					
Cuentas por cobrar	62,1	70,1	78,8	87,1	93,3
Más: Inventario	57,7	58,0	61,2	61,9	67,3
Menos: cuentas por pagar y gastos acumulados	42,2	45,0	51,6	53,4	58,1
Capital de Trabajo Neto	77,6	83,1	88,4	95,6	102,5
<i>Efectivo de las Operaciones:</i>					
Ingreso Neto	\$28,9	\$32,8	\$20,0	\$36,0	\$38,5
Más: Depreciación	6,8	6,2	6,0	5,9	6,1
Menos: Aumento en cuentas por cobrar	3,1	8,0	8,7	8,3	6,2
Menos: Aumento de inventario	0,5	0,3	3,2	0,7	5,4
Más: Aumento en cuentas por pagar	0,3	2,8	6,6	1,8	4,7
Total Efectivo de Operaciones	\$32,4	\$33,5	\$20,7	\$34,7	\$37,7
<i>Efectivo en Inversiones:</i>					
Gastos de Capital	\$7,3	\$7,7	\$6,2	\$5,1	\$8,2
Más: Aumento de otros activos no circulantes	0,5	(0,2)	(0,3)	0,7	(1,7)
Total Efectivo Usado en Inversión	\$7,8	\$7,5	\$5,9	\$5,8	\$6,5
<i>Efectivo de Financiamiento:</i>					
Amortización de Deuda	\$8,0	\$8,8	\$9,0	\$8,0	\$11,0
Mas: Pagos de Dividendo	14,4	16,4	6,1	17,9	23,0
Efectivo Usado en Financiamiento	\$22,4	\$25,2	\$15,1	\$25,9	\$34,0
Total Efectivo Generado	\$2,2	\$0,8	(\$0,3)	\$3,0	(\$2,8)

Anexo 2: Acciones de Marcas Privadas de EE.UU. Gastos en bienes de consumo.

Fuente: IRI

Anexo 3: Ventas de EE.UU. en objetivos de Mercado de HPL(en US\$ millones)

Fuente: Datamonitor

Nota: Estas cifras incluyen ventas de productos generales y marcas privadas.

Anexo 4: Ventas al por menor de canales de HPL

Las cifras representan los precios de venta al por mayor.

Ventas (US\$ millones) por año Finalizado el 31 de Diciembre.

Canal	2003	2004	2005	2006	2007
Comercio masivo	170	193	220	247	268
Mercadería	91	92	92	92	94
Club	136	141	149	159	167
Medicamento	55	60	66	73	80
Dolar	22	24	26	29	32
Otros ^a	31	33	34	37	40
Total	505	543	587	637	681

a La categoría “Otros” comprende las ventas de tiendas de conveniencia y las ventas a distribuidores varios.

Anexo 5: Extracto de supuestos financieros en formatos de Requerimiento de capital. ¹

<u>Proyección de ingresos</u>		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Capacidad Total(miles)		80.000	80.000	80.000	80.000	80.000	80.000	80.000	80.000	80.000	80.000
Utilización de Capacidad		60,0%	65,0%	70,0%	75,0%	80,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%
Volumen por unidad		48.000	52.000	56.000	60.000	64.000	68.000	68.000	68.000	68.000	68.000
Precio de venta por unidad –											
Crecimiento al	2,0%	1,77	1,81	1,84	1,88	1,92	1,95	1,99	2,03	2,07	2,12
Ingresos		84.960	93.881	103.124	112.700	122.618	132.887	135.545	138.256	141.021	143.841
<u>Costos de Producción :</u>											
Materias Primas por Unidadde											
Crecimiento al	1,0%	0,94	0,95	0,96	0,97	0,98	0,99	1,00	1,01	1,02	1,03
Empleados de Planta-											
Crecimiento al	3,0%	3.600	3.708	3.819	3.934	4.052	4.173	4.299	4.428	4.560	4.697
Gastos por Mantenimiento											
Crecimiento al	3,0%	2.250	2.318	2.387	2.459	2.532	2.608	2.687	2.767	2.850	2.936
<u>Costos por trabajo asalariado:</u>											
Gerentes		4	4	6	6	8	8	8	8	8	8
Promedio anual completo											
de Costos cargados al	3,5%	<u>160,0</u>	<u>165,6</u>	<u>171,4</u>	<u>177,4</u>	<u>183,6</u>	<u>190,0</u>	<u>196,7</u>	<u>203,6</u>	<u>210,7</u>	<u>218,1</u>
Total Costos por trabajo asalariado		640,0	662,4	1.028,4	1.064,4	1.468,8	1.520,2	1.573,4	1.628,5	1.685,5	1.744,5
<u>Costos por trabajo parcial:</u>											
Promedio carga completa											
Costo por hora	3,5%	20,00	20,70	21,42	22,17	22,95	23,75	24,59	25,45	26,34	27,26
Horas por Año		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Costo por Empleado por hora		40.000	41.400	42.849	44.349	45.901	47.507	49.170	50.891	52.672	54.516
Numero de Empleado por hora		450	473	509	545	582	618	618	618	618	618
Total Costo trabajo por hora											
(miles)		18.000,0	19.570,9	21.814,0	24.190,2	26.706,0	29.368,2	30.396,1	31.460,0	32.561,1	33.700,7
Total Costo trabajo		18.640,0	20.233,3	22.842,4	25.254,6	28.174,8	30.888,5	31.969,6	33.088,5	34.246,6	35.445,2
Venta, General y Administrativa											
/Ingresos	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
<u>Indicadores de Capital de Trabajo ²:</u>											
Días de ventas pendientes		47,6x	47,6x	47,6x	47,6x	47,6x	47,6x	47,6x	47,6x	47,6x	47,6x
Días de ventas de Inventario		37,6x	37,6x	37,6x	37,6x	37,6x	37,6x	37,6x	37,6x	37,6x	37,6x
Días de pago pendientes		34,2x	34,2x	34,2x	34,2x	34,2x	34,2x	34,2x	34,2x	34,2x	34,2x

¹ Tenga en cuenta que la relación de cuentas por cobrar menos cuentas por pagar será devuelta al final del proyecto. También tenga en cuenta que las relaciones del capital de trabajo se basan en un año de 360 días.

² Basado en el promedio histórico.

Anexo 6. Análisis comparativo de la empresa

Compañía	Valor de mercado	Deuda neta	Valor de la empresa	Equidad Beta	Ingresos	EBITDA	EBIT	Ingreso neto	Valor en libros
Cathleen Sinclair General Health & Beauty Women's Care Company Skin Care Enterprises	298.9	1,329.6	1,628.5	2.22	1,346.8	255.3	163.4	21.5	(1,112.8)
	319.3	63.1	382.4	1.95	446.1	61.9	51.9	23.8	204.2
	498.6	55.3	553.9	1.14	397.3	52.7	49.3	77.0	43.7
	1,204.2	371.9	1,576.1	1.35	1,247.6	155.8	125.4	65.3	316.2

Compañía	EBITDA	EBIT	Ganancias	Ingresos	EBITDA	EBIT	P/E	P/B
Cathleen Sinclair General Health & Beauty Women's Care Company Skin Care Enterprises	19.0%	12.1%	1.6%	1.2x	6.4x	10.0x	13.9x	NM
	13.9%	11.6%	5.3%	0.9x	6.2x	7.4x	13.4x	1.6x
	13.3%	12.4%	19.4%	1.4x	10.5x	11.2x	6.5x	11.4x
	12.5%	10.1%	5.2%	1.3x	10.1x	12.6x	18.4x	3.8x
Promedio	14.6%	11.6%	7.9%	1.2x	8.3x	10.3x	13.1x	5.6x

Anexo 7. Costo del análisis de capital

Compañía	Valor de la deuda	Equidad de la deuda	Equidad Beta	Deuda Beta	Activo Beta
Cathleen Sinclair	81.6%	444.9%	2.22	0.25	0.79
General Health & Beauty	16.5%	19.8%	1.95	0.00	1.74
Women's Care Company	10.0%	11.1%	1.14	0.00	1.07
Skin Care Enterprises	23.6%	30.9%	1.35	0.00	1.14
Promedio	32.9%	49.1%	1.67	0.06	1.18

Valor de la deuda	Equidad de la deuda	Activo Beta	Equidad Beta	Costo de capital	Costo de la deuda	WACC
0.0%	0.0%	1.18	1.18	9.67%	7.75%	9.67%
5.0%	5.3%	1.18	1.22	9.86%	7.75%	9.60%
10.0%	11.1%	1.18	1.26	10.07%	7.75%	9.53%
15.0%	17.6%	1.18	1.31	10.30%	7.75%	9.45%
20.0%	25.0%	1.18	1.36	10.56%	7.75%	9.38%
25.0%	33.3%	1.18	1.42	10.86%	7.75%	9.31%

Supuestos	
10-años tesorería	3.75%
Prima de riesgo de mercado	5.00%
Tasa de impuesto	40.0%
Estimado. Hansson EBITDA Múltiple	7.0X
Estimado. Hansson valor de la empresa.	514.5
Deuda neta existente	49.8
Más: Nueva expansión de la deuda	57.8
Total estimado de la deuda	107.6
Existente Deuda/Valor	9.7%
Nueva estimación Deuda/Valor	20.9%
Deuda de Beta asumida	0.00
Costo estimado de deuda	7.75%