



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y negocios

Magister en finanzas

---

# FOOT LOCKER INC. VALUACIÓN CAPITAL ACCIONARIO

---

Autor: Ailen Karen Cohen Young

DNI: 38.200.878

Director de trabajo final de graduación: Javier Eipstein

Buenos Aires Argentina, 19 de Mayo de 2020

## Resumen/ Abstract

Este informe tiene como objetivo presentar el análisis financiero y la valuación del capital accionario de la empresa Foot Locker Inc., compañía dedicada a la venta minorista de calzado y ropa deportiva.

Primero, se analiza la empresa, su historia, sus unidades de negocio y su estrategia. Luego, se realiza un análisis de la industria y de sus competidores. Seguidamente se expone la situación financiera de la empresa tomando en cuenta para esta sección los ratios financieros. Por último, se realiza la estimación del valor del capital accionario de Foot Locker al 31 de diciembre del 2019, esto se llevó a cabo mediante dos metodologías diferentes: Flujos de fondos descontados y el método de valuación por múltiplos.

Para la estimación mediante el método de flujos de fondos descontados se estimó para los primeros 5 años los flujos de fondos libres de la firma y el valor terminal para los años subsiguientes y como tasa de descuento se utilizó el costo promedio ponderado del capital. Para este método se obtuvo un valor del capital accionario de US\$48 por acción al 31 de diciembre del 2019 en el escenario base, de US\$56 en el escenario optimista y de US\$32 en el escenario pesimista.

Para el método de Valuación por múltiplos se utilizó el múltiplo EV/EBITDA. Se obtuvo como resultado un rango de precios entre US\$48-58 por acción al 31 de diciembre del 2019.

Contenido

Resumen/ Abstract.....	1
I. La empresa .....	4
Introducción .....	4
Historia .....	7
Estructura - Composición accionaria.....	8
Unidades de negocios .....	11
Estrategia.....	18
Costos y productividad.....	19
I. Industria .....	22
Industria calzado deportivo .....	22
Industria indumentaria deportiva .....	28
Canales de distribución .....	29
Competencia .....	29
II. Análisis financiero de la empresa.....	30
Análisis de ratios .....	32
Ratios de rentabilidad .....	32
Análisis Dupont .....	34
Ratios crediticios .....	42
Ratios de actividad .....	43
III. Evolución de la estructura patrimonial.....	45
Evolución del activo.....	45
Evolución del pasivo.....	47
Evolución estructura de capital.....	49
IV. Evaluación de Foot Locker vs competidores.....	50
V. Valuación de Foot Locker por flujos descontados .....	53
1. Flujos de fondos disponibles .....	54
Proyecciones .....	55
Proyección de ventas .....	57
Activos, gastos de capital, depreciación y amortización.....	61
Capital de trabajo.....	62
Tasa de descuento de los flujos de fondos .....	64
VI. Valuación de Foot Locker por múltiplos.....	73
APENDICE 1 – Flujos de Fondos escenario base .....	76
APENDICE 2 – Flujos de Fondos escenario optimista.....	77
APENDICE 3 – Flujos de Fondos escenario pesimista.....	78

APENDICE 4 – valuación por múltiplos.....	79
APENDICE 5 – GLOSARIO.....	81
APENDICE 6 - Referencias bibliográficas.....	82



Universidad de  
**San Andrés**

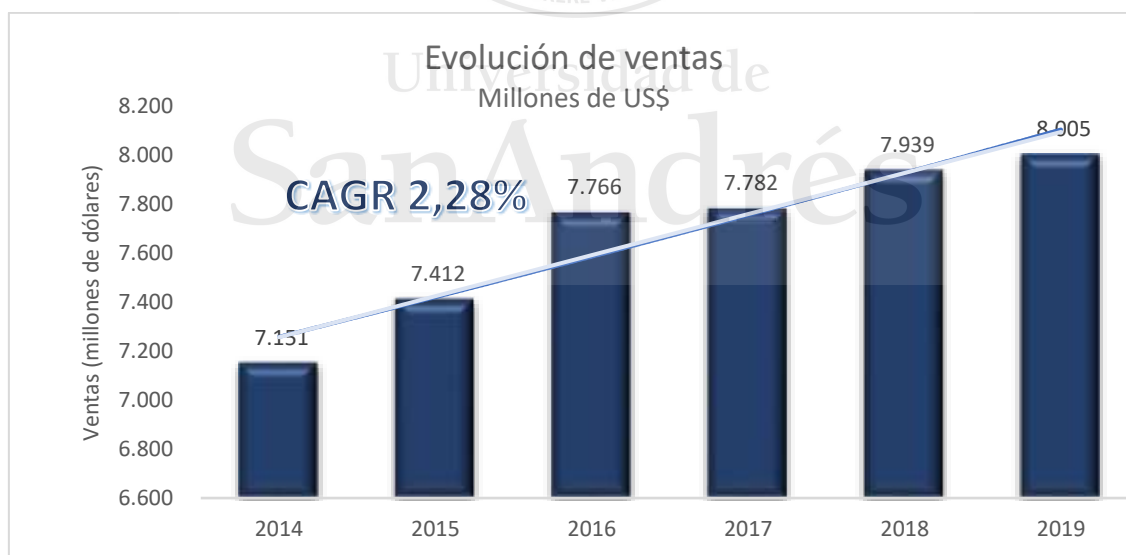
## i. La empresa

### Introducción

Foot Locker Inc. es una de las empresas minoristas de calzado y ropa deportiva más grande del mundo, actualmente tiene 3.129 tiendas en 27 países. La compañía además comercializa a través de páginas de internet propias y no propias donde se pueden realizar compras de manera virtual. El lema de la empresa es inspirar y empoderar a los jóvenes alrededor del mundo, ayudándolos a compartir la pasión por la expresión propia creando nuevas experiencias en el corazón de las comunidades del deporte.

Foot Locker es una compañía con presencia en varios países, la misma posee una capitalización de mercado de 4,077<sup>1</sup> mil millones de dólares al 31 de diciembre del 2019. Según el reporte emitido por la misma, tuvo un crecimiento CAGR<sup>2</sup> de 2,28%<sup>3</sup> en el período 2014-2019. Pasando de tener ventas por 7.151 millones de dólares en el 2014 a tener ventas por 8.005 millones de dólares en 2019, tal como se puede observar en el siguiente gráfico.

Gráfico 1 – Evolución de ventas



Elaboración propia – Fuente: Reporte Anual Foot Locker Inc. 2014-2019

<sup>1</sup> Véase YCHARTS. Companies – Foot Locker, [https://ycharts.com/companies/FL/market\\_cap](https://ycharts.com/companies/FL/market_cap).

<sup>2</sup> CAGR: Compound Annual Growth Rate por sus siglas en inglés, tasa de crecimiento anual compuesta, en español.

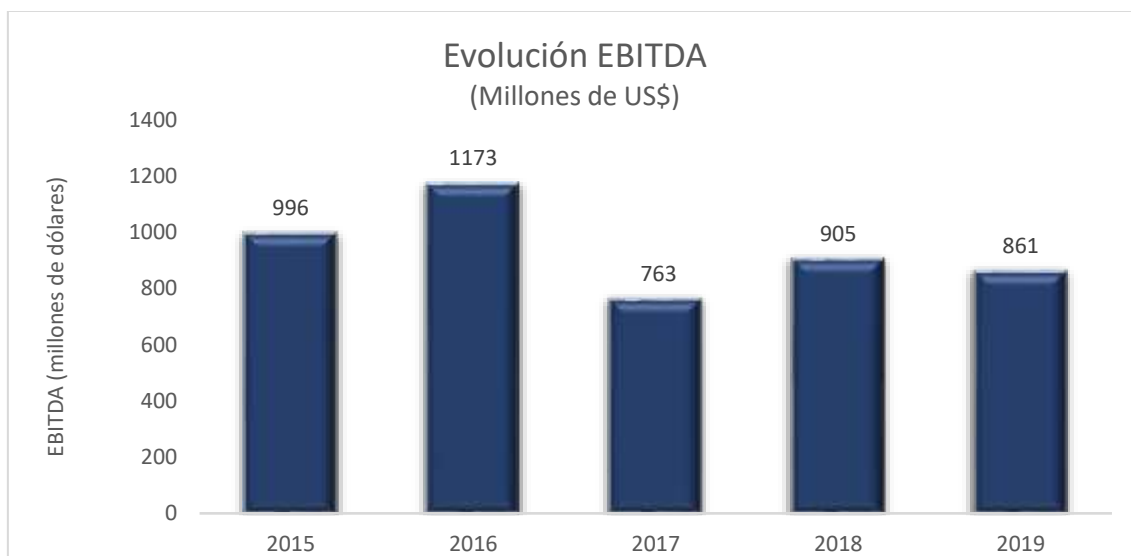
<sup>3</sup> Véase Foot Locker Inc. Reporte Anual 2019. 1 de febrero 2020. También véase Foot Locker Inc. Reporte Anual 2016. 3 de febrero 2017.

Si nos concentramos en el EBITDA<sup>4</sup> podemos ver que el mismo no tuvo exactamente la misma tendencia que las ventas, las cuales todos los años reflejaron una evolución positiva. El EBITDA en el periodo 2015-2016 tuvo una tendencia alcista pasando de ser 996 millones en 2015 a ser 1.173 millones de dólares en el 2016, explicado por un crecimiento de las ventas de un 4,8%, una baja en los costos variables como porcentaje de ventas y una caída de los gastos de comercialización y administración como porcentaje de ventas de 10 puntos básicos. Sin embargo, vemos que en el año 2017 el mismo fue un 35% menor al del año anterior, a pesar de que las ventas crecieron en el 2017 en un 0,2%, el EBITDA se vio afectado por una ganancia antes de impuestos menor ocasionado por un aumento de los costos de mercaderías vendidas como porcentaje de ventas del 3,6% y mayores gastos en costos de administración y comercialización de 30 puntos básicos. Los gastos de administración y comercialización aumentaron en el 2017 dado que tuvieron una mayor presión en la suba de salarios. El ratio same-store sales en ese año fue de -3,1% indicando que las ventas aumentaron pero por un aumento en el número de tiendas abiertas, los márgenes se achicaron dado que la apertura de tiendas conlleva mayores costos. Se puede observar que el EBITDA aumentó en el 2018 a 905 millones de dólares esto fue así porque aumentaron las ventas en un 2% con respecto al año anterior, los costos de mercaderías vendidas como porcentaje de ventas cayeron un 0,41%, aunque el crecimiento del EBITDA se vio contrarrestado por un crecimiento de los gastos en comercialización y administración. Por último, en el año 2019 el EBITDA vuelve a retroceder ocasionado por aumento en los gastos de administración y comercialización como porcentaje de ventas ocasionado por un aumento en los gastos de infraestructura e inversión en plataformas digitales y un aumento de 0,11% de los costos de mercaderías vendidas como porcentaje de ventas.

---

<sup>4</sup> EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization por sus siglas en inglés, Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, en español)

Gráfico 2– Evolución de EBITDA

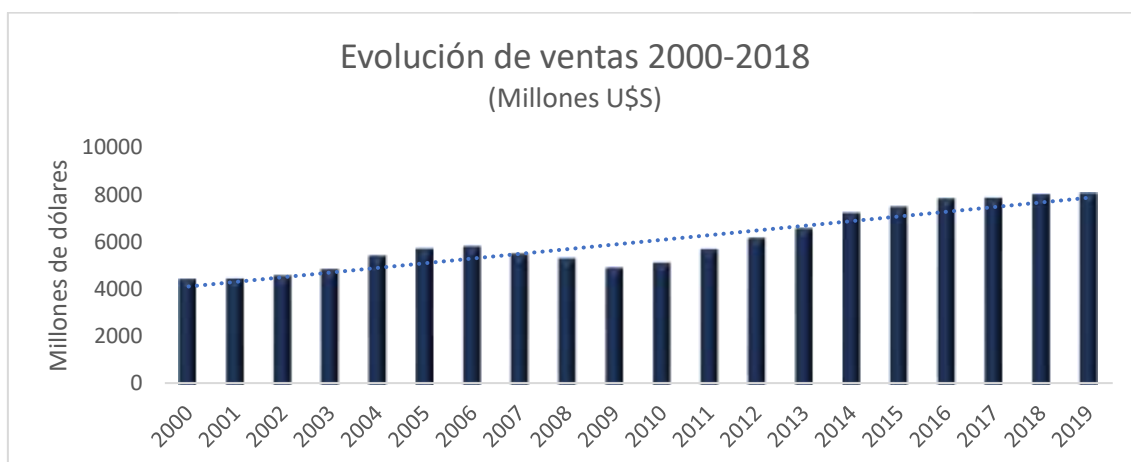


Elaboración propia – Fuente: Reporte Anual Foot Locker Inc. 2014-2019

Foot Locker es una empresa que todavía está en crecimiento y lo podemos observar en el gráfico de abajo que muestra la evolución de las ventas de los últimos 20 años, la línea de tendencia muestra que, a pesar de una caída de las ventas en algunos años, la empresa aún continúa en crecimiento ya que si miramos de punta a punta entre el año 2000 y el 2019 podemos ver que la evolución de las ventas fue positiva.

San Andrés

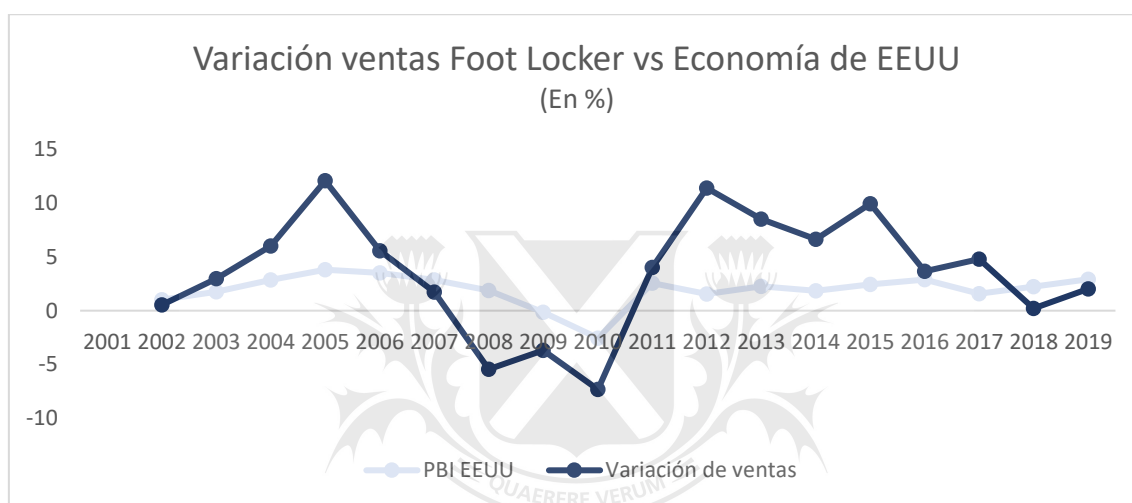
Gráfico 3 – Evolución de ventas últimos 20 años



Elaboración propia – Fuente: Reporte Anual Foot Locker Inc.

Por otro lado, podemos observar que las ventas de Foot Locker Inc. tienen una cierta correlación con la actividad económica en Estados Unidos. Esto se debe a que las ventas están correlacionadas con el consumo y el mismo va de la mano del nivel de actividad del país. Por lo tanto, podemos decir que los años en los cuales la economía estuvo en recesión eso impacto negativamente en las ventas de la compañía.

Gráfico 4 – Evolución de ventas vs PBI de Estados Unidos



Elaboración propia – Fuente: Reporte Anual Foot Locker Inc.

## Historia

Foot locker nació en 1974 como parte de la estrategia del grupo Woolworth, luego de que el mismo adquiriera una empresa que se dedicaba al calzado, llamada Kinney Shoe, y comenzara a abrir tiendas de calzado especializadas. Su primera tienda estaba ubicada en California, pero pronto comenzó a expandirse por el resto de Los estados Unidos, llegando en 1980 a realizar operaciones en Europa.

En 1963 el grupo Woolworth adquirió la empresa “The Kinney Shoe Corporation” y la misma operó como su subsidiaria. En la década de los 60s The Kinney Shoe Corporation se especializó en el calzado y comenzó a adquirir a otras compañías como Stylco en 1967, Susie Casuals en 1968 y Foot Locker en 1974.

Woolworth además diversificó su cartera en los 80s, incluyendo las adquisiciones de compañías como Afterthoughts, Northern Reflections, Rx Place y Champs Sports. Para



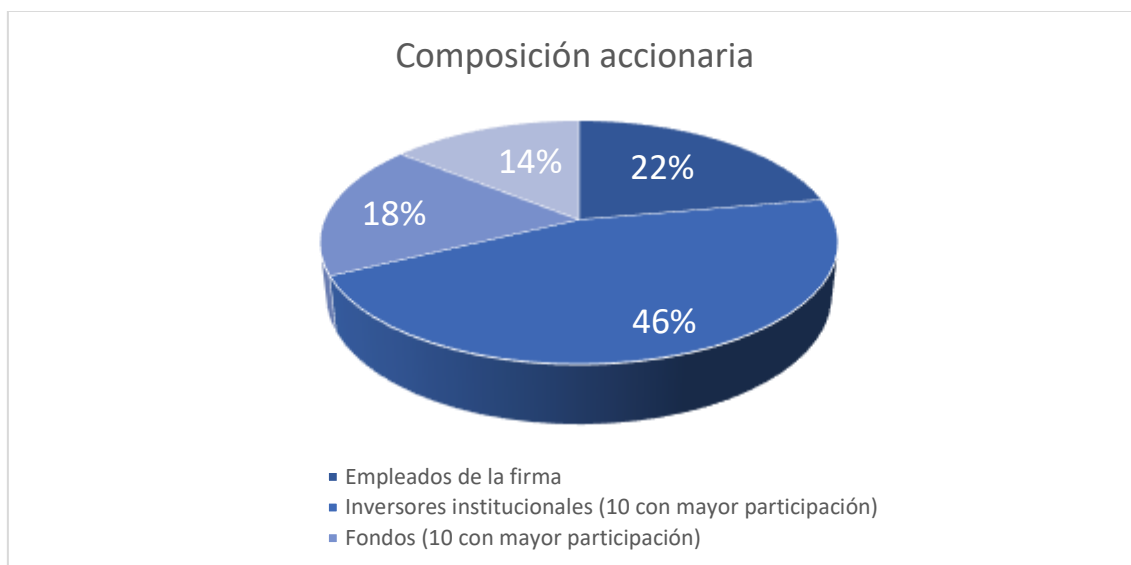
1989 la compañía había logrado su objetivo de tener tiendas especializadas ubicadas principalmente en centros comerciales. La idea era básicamente que si alguna de estas tiendas fracasaba se pudieran sustituir rápidamente con otra que tuviera un concepto de especialización diferente. La compañía aspiraba a tener 10 tiendas en cada uno de los centros comerciales más grandes del país, sin embargo, esto nunca sucedió dado que la misma no llegó a desarrollar esa cantidad de tiendas especializadas exitosas.

- En 1988, la compañía incorporó a una empresa llamada Woolworth Corporation en el estado de Nueva York., la cual era responsable por las operaciones de Foot Locker. Luego de adquirir Champ Sports, pasó a llamarse Woolworth Athletic Group.
- Durante los 80/90s la F.W Woolworth comenzó a declinar culminando con el cierre de la última tienda con el nombre de Woolworth en Estados Unidos en 1997. En ese mismo año el grupo económico adquiere Eastbay.
- En 1998 cambia su nombre a “Venator Group, Inc.”.
- Para los 90 Foot Locker era responsable del 70% de las ventas de The Kinney Shoe Corp., mientras que las ventas de The Kinney Shoe Corporation eran cada vez menores. Venator anunció el cierre de las tiendas restantes de The Kinney Shoe y Footquarters en septiembre de 1998.
- En 2001 Venator cambió su nombre a Foot Locker, Inc.

### Estructura - Composición accionaria

De acuerdo con lo expuesto en el reporte anual del 2019 la empresa contaba con una totalidad de 104.560.000 acciones distribuidas entre 12.690 accionistas. El 46% de las mismas se encontraban en manos de 10 inversores institucionales, el 22% en manos de empleados de la firma, el 18% en 10 fondos de inversión y el 14% restante atomizados en inversores con un menor grado de concentración.

Gráfico 5 – Cantidad de acciones según tipo de inversor



Fuente: Elaboración propia en base a <https://finance.yahoo.com/quote/FL?p=FL>

Dentro del rango de inversores institucionales Blackrock posee el 9,91% de las acciones, seguido por Vanguard Group, Inc. con un 9,45%. El resto de los inversores institucionales no superan el 5% total de acciones circulantes.

TABLA 1 – Composición accionaria

Inversores Institucionales	Acciones	%
Blackrock Inc,	10.362.999	9,91%
Vanguard Group, Inc, (The)	9.878.738	9,45%
Lsv Asset Management	5.085.607	4,86%
AQR Capital Management, LLC	4.033.614	3,86%
Lord Abbett & Co	3.633.226	3,47%
Harris Associates L,P,	3.602.955	3,45%
Dimensional Fund Advisors LP	3.307.634	3,16%
State Street Corporation	2.886.411	2,76%
Ruffer LLP	2.770.975	2,65%
Bank Of New York Mellon Corporation	2.103.971	2,01%

FUENTE: Elaboración propia en base a <https://finance.yahoo.com/quote/FL?p=FL>

Por otro lado, iShares Core S&P Midcap ETF es el fondo con mayor participación accionaria con el 3,00%, seguido por Vanguard Total Stock Market Index Fund y Vanguard Small-Cap Index Fund con el 2,98% y el 2,75% respectivamente.

TABLA 2 – Composición accionaria

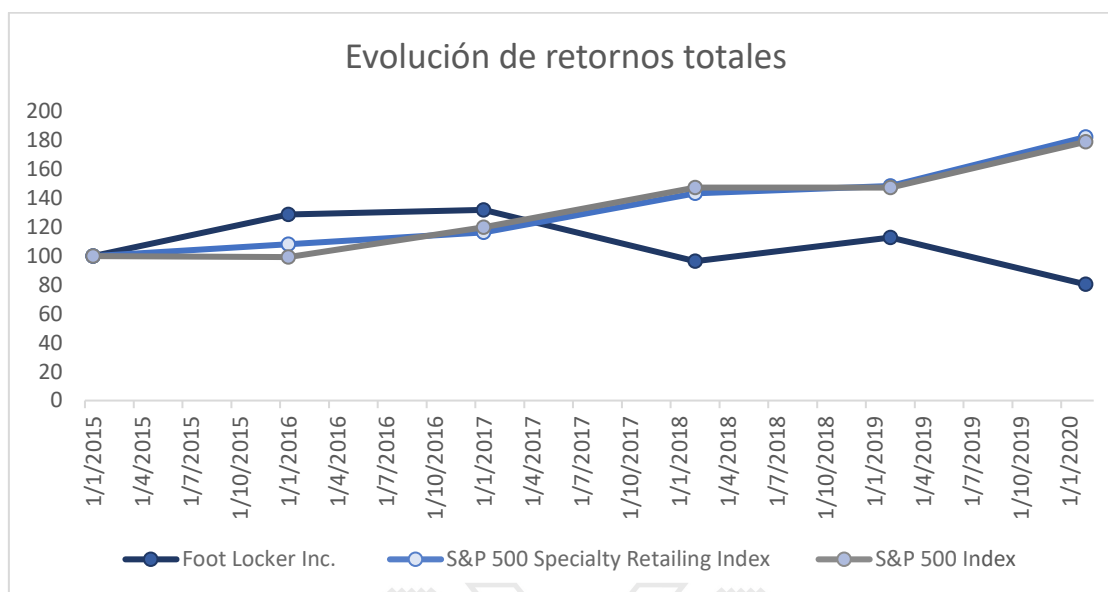
Fondos	Acciones	%
iShares Core S&P Midcap ETF	3.131.947	3,00%
Vanguard Total Stock Market Index Fund	3.119.863	2,98%
Vanguard Small-Cap Index Fund	2.872.593	2,75%
Vanguard 500 Index Fund	2.209.402	2,11%
Vanguard Small Cap Value Index Fund	1.784.143	1,71%
Lord Abbett Affiliated Fund	1.402.300	1,34%
SPDR S&P Mid Cap 400 ETF Trust	1.147.058	1,10%
JNL Series Trust-JNL/S&P Intrinsic Value Fund	1.134.000	1,08%
Vanguard Institutional Index Fund-Institutional Index Fund	1.050.118	1,00%
JNL Series Trust-JNL/S&P Total Yield Fund	913	0,87%

Elaboración propia en base a <https://finance.yahoo.com/quote/FL?p=FL>

El gráfico siguiente compara el acumulado de 5 años de los retornos totales de los accionistas<sup>5</sup> de Foot Locker, Inc. en relación con el retorno total del S&P 500 Specialty Retailing Index y el S&P 500 Index. Vemos que hasta el año 2017 la compañía tiene un correlacionamiento positivo con ambos índices indicando tener un beta mayor que uno. Sin embargo, luego del 2016 se observa una importante caída en el retorno de la compañía comparado con los dos índices y rompe el correlacionamiento con los mismos.

<sup>5</sup> Los retornos totales de los accionistas son la apreciación del precio de la acción más los dividendos reinvertidos

Gráfico 6 – Evolución del retorno total de Foot Locker, Inc., S&P 500 Index y S&P 500 Specialty Retailing Index.



Fuente: Reporte Anual Foot Locker, Inc. 2019.

TABLA 3- Retorno total de Foot Locker, Inc., S&P 500 Index y S&P 500 Specialty Retailing Index

	31/1/2015	30/1/2016	28/1/2017	3/2/2018	2/2/2019	1/2/2020
Foot Locker Inc.	100	128,91	132	96,46	112,86	80,45
S&P 500 Specialty Retailing Index	100	108,31	116,52	143,45	148,64	182,44
S&P 500 Index	100	99,33	120,04	147,44	147,35	179,1

Fuente: Reporte Anual Foot Locker, Inc.

### Unidades de negocios

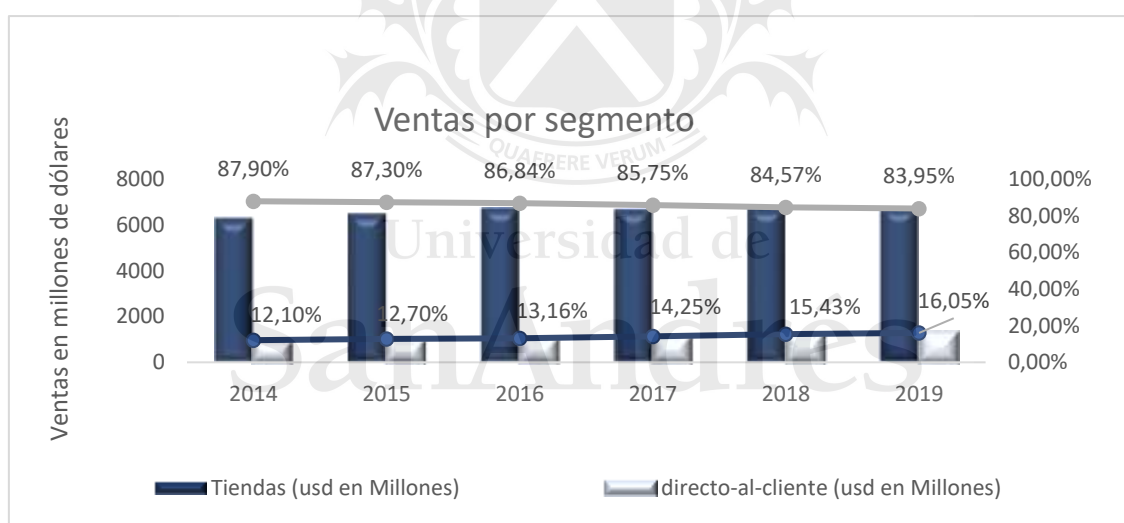
La compañía identifica sus segmentos operativos dependiendo de cómo son manejadas y evaluadas por el director operativo las unidades de negocio. Previamente al año 2019, la misma tenía dos segmentos operativos, por un lado, las tiendas deportivas y por el otro lo que llamaban “directo-al-cliente”, ventas realizadas a través de plataformas electrónicas. Se unificaron estos dos segmentos dado que la misma cambió su organización y estructura interna de reportes, ocasionando la unificación de los resultados financieros de ambos.

En el siguiente gráfico se puede observar la evolución de las ventas por segmento. A pesar de que las ventas en tiendas siguen siendo mayor en proporción a las ventas

totales, un 83,95% en 2019, se puede observar que las ventas “directo-al-cliente” tienen una tendencia positiva y están representando porcentajes cada vez mayores con respecto a las ventas. En el año 2014 solo representaban un 12,1% de las ventas totales y para el año 2019 ya ese porcentaje había crecido a 16,05%. Esto es un reflejo de las inversiones que realizó la empresa en plataformas digitales y de un cambio en las formas de consumo de los clientes. La tasa CAGR de crecimiento de las ventas directo al cliente fue del 8,24% en el período analizado.

Comparando 2019 con 2018 podemos ver que las ventas se incrementaron en un 0,83% de \$7.939 a \$8.005 millones de dólares. Los dos canales de ventas se incrementaron. El crecimiento en las ventas totales fue influenciado en mayor proporción por el crecimiento en las ventas directas al cliente y en menor medida por las ventas en tiendas. Esto ocurrió dado que hubo una mejora en el asesoramiento de productos.

Gráfico 7- Ventas por segmento



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Foot Locker Inc.

Geográficamente la compañía determinó dos segmentos operativos, Norte América e Internacional. Norte América incluye los resultados en Estados Unidos y Canadá de las siguientes marcas: Foot Locker, Kids Foot Locker, Lady Foot Locker, Champs Sports, Footaction y SIX:02 incluyendo sus relativas ventas en internet, como también el negocio de Eastbay que incluye internet, catálogos y un equipo de ventas.

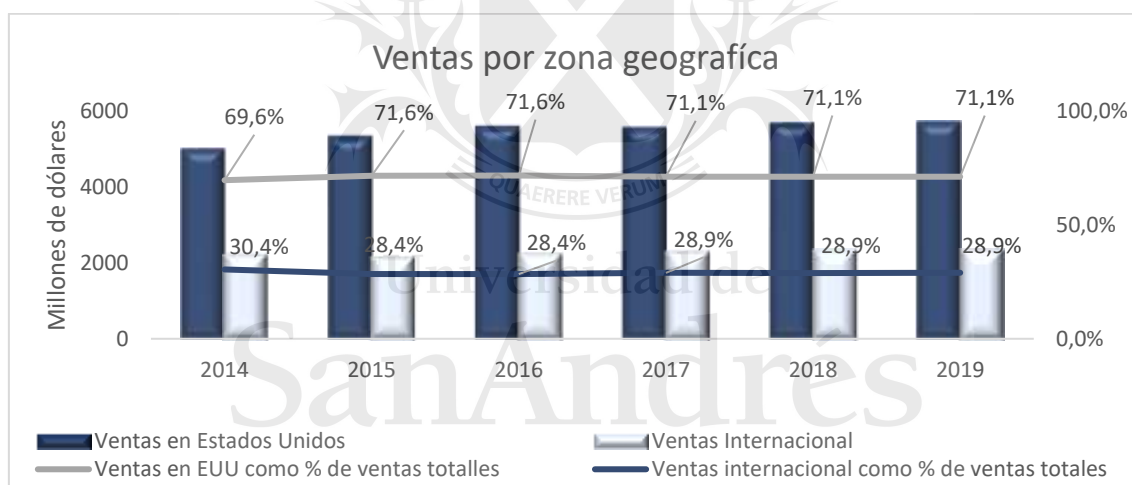
El segmento Internacional contiene los resultados en Europa, Asia, Australia y Nueva Zelanda de: Foot Locker Runners Point, Sidestep y Kids Foot Locker incluyendo comercio

electrónico para cada una de las mismas. Estos segmentos se unificaron en un único segmento dado que comparten la misma base de clientes y tienen similares características económicas.

Durante el 2018 y 2019 la empresa se expandió hacia Asia abriendo 14 tiendas y lanzando canales digitales en Singapur, Hong Kong y Malasia. Además, entraron a China a través de una oferta limitada en asociación con TMALL (una plataforma china de lenguaje para ventas online). A partir de esto se está realineando la organización en 3 regiones distintas: Europa, Medio Oriente y África (EMEA), Asia y Norte América.

En el gráfico de abajo podemos ver que las ventas en Estados Unidos representaron la mayor proporción de las ventas totales, manteniendo esta relación relativamente constante en todo el periodo. Siendo en los años 2017, 2018 y 2019 del 71,1%.

Gráfico 8- Ventas por zona geográfica



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Foot Locker Inc.

El incremento en las ventas totales en el año 2019 se dio en la mayoría de las marcas, aunque estuvo presidido por las operaciones en Norte América y Europa. Las mayores ganancias las realizaron Foot Locker Canada y Foot Locker U.S. Las marcas que tuvieron bajas en las ventas fueron Eastbay, Kids Foot Locker, y Footaction.

Desde una perspectiva de producto la venta de calzados lideró la suba en las ventas. Las mismas se incrementaron por el lado de la venta de calzado para chicos y mujeres. El

calzado deportivo para hombres también creció en los segmentos básquetbol y running<sup>6</sup>. Las ventas de indumentaria cayeron en todos los segmentos.

Comparando 2017 con 2016 podemos ver que hubo un incremento del 0,2% en las ventas. Estas aumentaron de \$7.766 millones en 2016 a \$7.782 millones en 2017. Excluyendo el efecto de tipo de cambio las ventas declinaron en un 0,5%. El indicador de ingresos generados por empresas comparables ya existentes declinó un 3,1%, influenciado principalmente por una caída en la venta de calzados. Si lo miramos por canales de ventas podemos ver que el resultado positivo fue liderado por las ventas directas al cliente siendo el indicador un 6,9% más alto que el año anterior. Esto ocurrió principalmente por un aumento en el negocio de Eastbay tanto internacional como en el mercado interno. En 2017, se experimentó una caída en las ventas de calzado que vino dada por una falta de profundidad y variedad de nuevos productos en el sector atlético que no logro satisfacer las necesidades de los clientes. Los calzados de mujeres y niños fueron los que experimentaron las mayores caídas en este indicador.

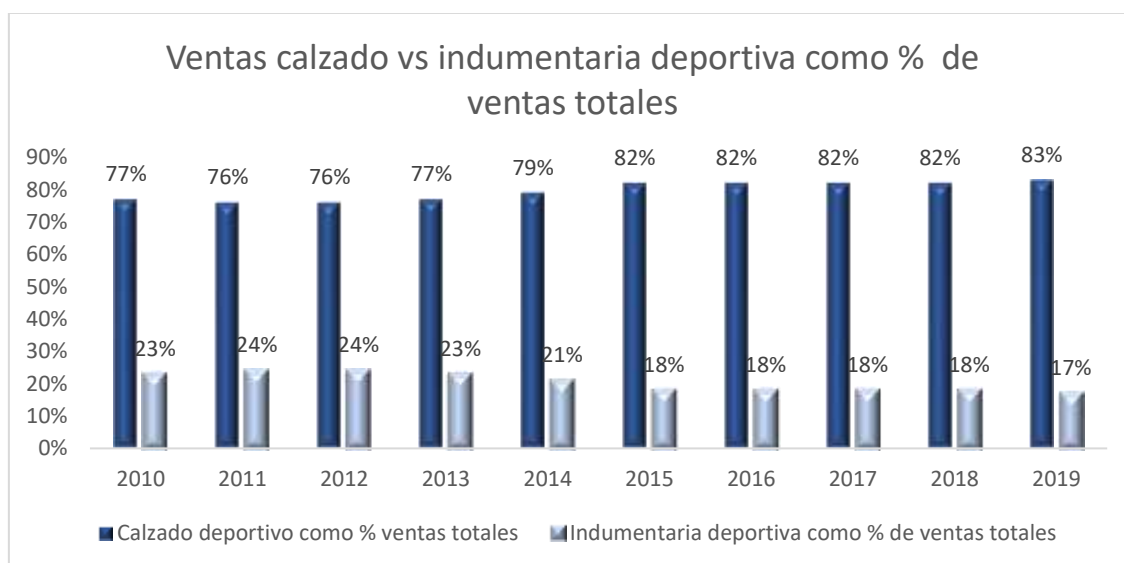
La empresa está dividida en dos grandes secciones según su especialidad que es el calzado deportivo y por otro lado la indumentaria y accesorios deportivos.

El calzado deportivo ha liderado el ranking de ventas durante todos los años y ha ido ganando cada vez más terreno. En el año 2019 representaba un 83% de las ventas totales, esto es así desde el año 2015. Podemos observar que los años anteriores representaba entre un 76-77% pero luego tomo una relevancia aún mayor.

---

<sup>6</sup> Running: Segmento de artículos especializados para correr.

Gráfico 9- Ventas por producto % de ventas totales



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Foot Locker Inc.

La empresa está compuesta por diversas tiendas especializadas en distintos tipos de productos para diversos clientes. Abajo se desarrolla a que se dedica cada una de las tiendas:

Foot Locker — Foot Locker es una marca líder global que conecta al joven consumidor de zapatillas y ropa deportiva con lo más innovador y moderno de esa industria. La posición premium que la empresa tiene en el mercado viene dada por el surtido y el marketing que la misma proporciona a sus clientes. Las principales marcas comercializadas son Nike, Jordan, Adidas y Puma. Sin embargo, también comercializan nuevas marcas que tienen un futuro prometedor. Foot Locker tiene 1.713 tiendas ubicadas en 27 países incluyendo 867 en los Estados Unidos, Puerto Rico, Las Islas Vírgenes de Estados Unidos y Guam, 105 en Canadá, 636 en Europa, 91 en Australia y Nueva Zelanda y 14 en Asia. Las tiendas locales tienen un promedio de ventas de 2.700 por pie cuadrado y las tiendas internacionales de 1.700.

Kids Foot Locker – Ofrece la más larga selección de zapatillas y ropa deportiva de marca para niños. Tiene un total de 431 tiendas, de las cuales 372 están situadas en Estados Unidos, Puerto Rico y Las Islas Vírgenes de Estados Unidos, 38 en Europa, 19 en Canadá



y 2 en Australia y Nueva Zelanda. Las tiendas tienen un promedio de ventas de 1.700 por pie cuadrado

Lady Foot Locker — es una tienda de venta de zapatillas, ropa y accesorios deportivos dedicados a las mujeres jóvenes. Las tiendas cuentan con zapatillas y ropa premium seleccionada cuidadosamente para reflejar las últimas tendencias. Son 46 tiendas situadas en Estados Unidos y Puerto Rico. Las mismas venden en promedio 1.400 por pie cuadrado.

Champs Sports – es una de las tiendas ubicada en centros comerciales más grandes en la industria del calzado y ropa deportiva en Norte América, enfocada en el estilo de vida deportivo. Champs Sports representa marcas deportivas, grupos deportivos y atletas. Tiene 536 tiendas, 505 están en Estados Unidos, Puerto Rico y las Islas Vírgenes y 31 en Canadá. Las mismas tienen un promedio de ventas de 3.600 por pie cuadrado.

Footaction — es una tienda minorista norteamericana de zapatillas y ropa deportiva que ofrece ediciones limitadas de marcas deportivas. Está posicionada entre el deporte y el estilo con foco en la autenticidad de los productos premium que ofrece. Los principales consumidores son los jóvenes influencers que siempre están vestidos para impresionar. Tiene 245 tiendas, de las cuales 241 están en Estados Unidos y Puerto Rico y 4 en Canadá. Tienen un promedio de ventas de 3.200 por pie cuadrado.

Runners Point — Runners Point se especializa en zapatillas para correr, ropa y equipamiento tanto para desempeño como estilo de vida. Ofrece productos premium y un servicio personalizado. Además, vende productos técnicos, asesora en cuanto entrenamiento y brinda acceso a eventos grupales. Cuenta con 81 tiendas ubicada en Alemania, Austria y Suiza. Tiene ventas promedias de 1.300 por pie cuadrado.

Sidestep — Sidestep se especializa en zapatillas deportivas a la moda, cuenta con 77 tiendas en Alemania, Austria y Suiza. Tienen un promedio de ventas de 900 por pie cuadrado.

SIX:02 — SIX:02 operaba en 30 tiendas en Estados Unidos y tenía un promedio de ventas de 2 mil pares de zapatos. La compañía cerró las tiendas SIX:02 durante el 2019 para concentrarse en las demás tiendas.

Eastbay - Eastbay comercializa en los Estados Unidos ropa, zapatillas y equipamiento deportivo de calidad para una gran variedad de deportes. Con 150 profesionales al servicio en Estados Unidos. El equipo de ventas de Eastbay se conecta directamente con miles de entrenadores de la escuela secundaria y directores deportivos ofreciéndoles productos de la mejor calidad y nivel.

Franquicias - La compañía opera franquicias de Foot Locker ubicadas en el Medio Oriente y en Alemania bajo la marca de Runners Point. Además, entraron en un acuerdo en el 2017 con Fox-Wizel en Israel. Un total de 122 franquicias estaban operando en febrero 2019, 10 en Alemania y 112 en Medio Oriente de las cuales 41 estaban en Israel.

Tabla 4- Tiendas y perfil operativo

Tiendas y perfil operativo	2 de Febrero 2018	Abiertas	Cerradas	2 de Febrero 2019	Ventas	Bruto
Foot Locker U.S.	886	10	29	867	2403	4191
Foot Locker Europe	642	14	20	636	1016	2181
Foot Locker Canada	107	0	2	105	263	432
Foot Locker Pacific	94	1	4	91	148	240
Foot Locker Asia	5	9	0	14	42	76
Kids Foot Locker	428	12	9	431	740	1278
Lady Foot Locker	57	0	11	46	66	110
Champs Sports	535	8	7	536	1930	2999
Footaction	250	3	8	245	777	1317
Runners Point	107	1	27	81	105	185
Sidestep	80	9	12	77	75	137
SIX:02	30	0	30	0	0	0
<b>Total</b>	<b>3221</b>	<b>67</b>	<b>159</b>	<b>3129</b>	<b>7565</b>	<b>13146</b>

*Fuente: Foot Locker Inc. 10k reporte anual.*

Si comparamos tienda por tienda la variación de ventas por pie cuadrado podemos ver que la que mayor variación tuvo fue Foot Locker Asia en concordancia con los objetivos de la empresa de desarrollarse en esa región. Por otro lado, SIX:02 tuvo una caída del 100% por el cierre de todas las tiendas. Si observamos cual fue la tienda que proporcionalmente más ventas tuvo por pie cuadrado podemos ver que fue Foot Locker U.S, seguido por Champs Sports.

**Tabla 5 – Ventas por pie cuadrado**

Variación ventas por pie cuadrado 2019 vs 2018	
Foot Locker U.S.	0,0%
Foot Locker Europe	1,4%
Foot Locker Canada	0,0%
Foot Locker Pacific	6,5%
Foot Locker Asia	121,1%
Kids Foot Locker	0,3%
Lady Foot Locker	-16,5%
Champs Sports	0,9%
Footaction	-2,8%
Runners Point	-23,9%
Sidestep	1,4%
SIX:02	-100,0%

*Fuente: Foot Locker Inc. 10k reporte anual.*

## Estrategia

La estrategia de Foot Locker a lo largo de los años ha sido elevar la experiencia del consumidor, invertir para un crecimiento a largo plazo, conducir productividad y empoderar a su gente.

2018 fue un año distintivo para la empresa ya que invirtió 124 millones de dólares en algunas compañías innovadoras para liderar el cambio inminente en la industria. Estas inversiones ayudarán a la empresa a obtener tecnología innovadora, acceso a nuevos segmentos de negocios y expandir los productos y marcas que ofrece. Por último, creará un ecosistema con los clientes que profundizará sus conexiones emocionales con las marcas que ofrece la compañía.

Una de las inversiones que realizó la empresa fue 100 millones de dólares en GOAT. Los co-fundadores de GOAT crearon una plataforma que en un lapso muy corto de tiempo ha cautivado la cultura del calzado. Además, invirtió en dos compañías focalizadas en el espacio de los niños. Invirtió 3 millones de dólares en Super Heroic una marca de calzado para niños diferenciada y excitante. A su vez, invirtió 12.5 millones de dólares en Rockets of Awesome una marca de ropa para chicos de alta calidad.

Por último, la empresa ve una oportunidad de invertir en el futuro talento de la industria del calzado. PENSOLEE Footwaer Design Academy está ayudando al futuro de la industria mediante educación y diseño. Los proveedores de la empresa, PENSOLE y foot Locker van a colaborar en la creación de programas educacionales.

Con respecto al segmento de mujer ha sido el objetivo de la empresa crecer en este mismo. Se tomó la decisión de cerrar la marca 602 para focalizarse en las marcas núcleo ya existentes. La empresa aprendió mucho de los esfuerzos del equipo de SIX:02. Incluyendo que cuando se crean experiencias únicas en espacios dedicados a mujeres son altamente productivos. Ese es el enfoque de la empresa que incluye conceptos sociales y digitales dedicados a las mujeres.

Adicionalmente a estos espacios la compañía continuará con las inversiones en Carbon 38 como lo hizo después de fin de año invirtiendo un monto adicional de 10 millones de dólares. La marca ha logrado conseguir lealtad de los clientes. La idea de la empresa es poder establecer una conexión con las compradoras femeninas.

### Costos y productividad

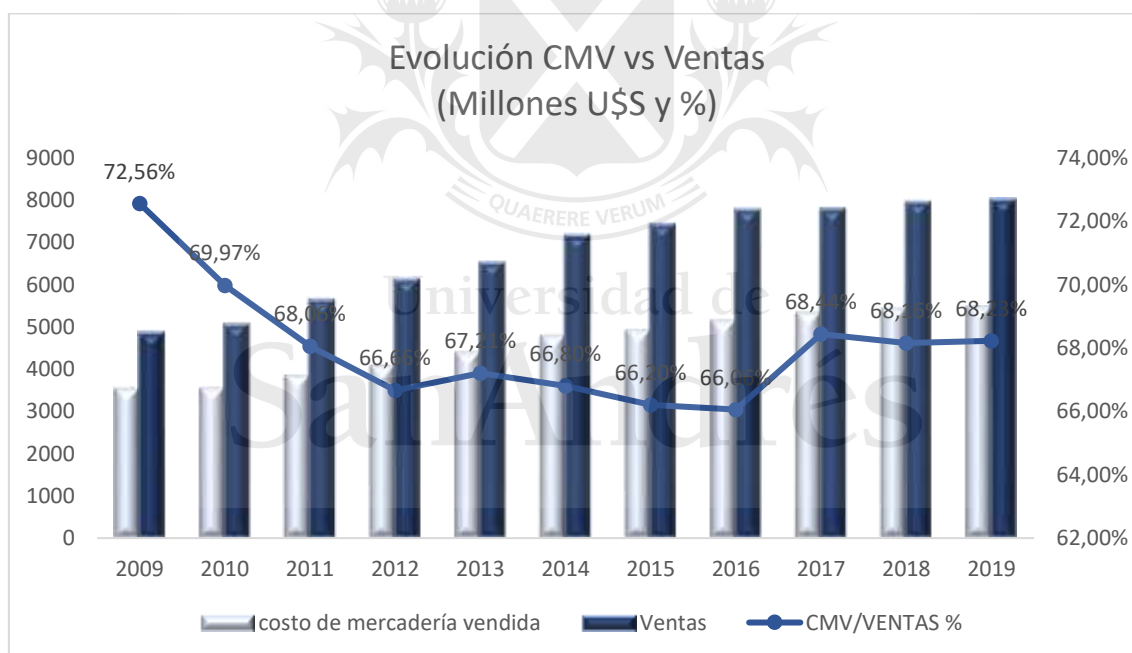
Los costos de venta incluyen los costos de la mercadería vendida, costos de flete incluyendo la amortización, costos de envío, ocupación y la compensación de los compradores.

La empresa obtuvo el 90% de la mercadería de sus cinco principales proveedores. 66% del total comprado a los proveedores fue negociado con Nike, Inc. Todas las unidades de negocio son altamente dependientes de Nike. Se puede evidenciar una alta dependencia de Foot Locker con Nike un ejemplo son los anuncios de la marca en el 2018 en donde anunciaba que iba a comercializar sus productos directamente en

Amazon lo que afecto el valor de la acción de Foot Locker al igual que el anuncio realizado en noviembre del 2019 donde anunciaba que iba a dejar de comercializar directamente en Amazon y la acción de Foot Locker aumento un 2,2% ese mismo día.

Los costos de venta representaron en el año 2019 el 68% del ingreso total por ventas. Se puede observar que tanto el año 2017 y 2018 tuvieron el mismo porcentaje de costo de mercadería vendida sobre ventas. Por otro lado, si miramos el grafico también se puede sacar como conclusión que la tendencia sobre este porcentaje no fue siempre el mismo, en un comienzo en el año 2009 este era del 73% pero luego la compañía logro bajarlo a un 66% en el año 2016. En los años subsiguientes se mantuvo en el 68. Los envíos a domicilio también influyeron en los costos ya que se ofreció envío sin cargo y las compensaciones ofrecidas a los clientes.

Gráfico 10 – Evolución CMV vs ventas



Elaboración propia en base a Reporte Anual Foot Locker.

Por otro lado, no menos importante son los costos administrativos y generales de ventas. Estos mismos representaban en el 2019 un 20,6% de los ingresos totales. En el año 2018 y 2019 estos costos aumentaron en relación con los años anteriores ocasionado por un aumento en los salarios, en las compensaciones por desempeño a los empleados y un aumento en relación con las inversiones que se estaban llevando a cabo

en tecnología e infraestructura. Además, en 2017 se evidenciaron costos ocasionados por el huracán, pero en el 2018 dado que los costos fueron menores a lo que se había previsto en el 2017 se recuperaron parte de estos mismos.

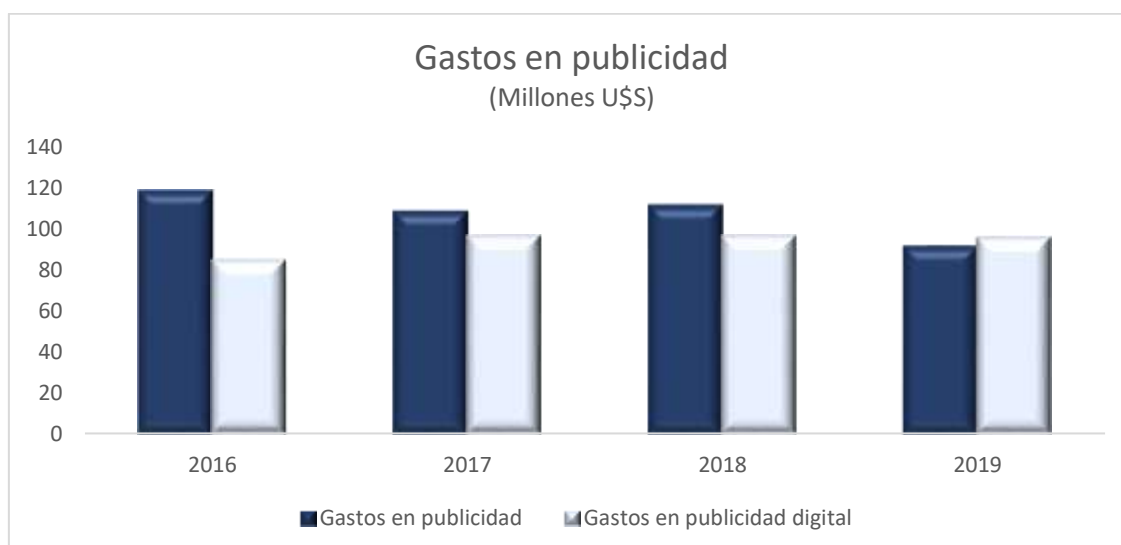
Gráfico 11 – Gastos administrativos y de comercialización



Elaboración propia en base a Reporte Anual Foot Locker.

Los gastos en publicidad se mantuvieron constantes durante el periodo analizado, cambiando su composición interna en el 2017 donde aumentaron los gastos en publicidad digital en un 14% y bajaron los gastos en publicidad tradicional en un 8%. Para el 2019 los gastos en publicidad decrecieron y siguió igualándose la proporción llegando a ser un 51% los gastos en publicidad digital y 49% los gastos en publicidad.

Gráfico 12 – Gastos en publicidad



*Elaboración propia en base a Reporte Anual Foot Locker.*

## I. Industria

La industria es muy competitiva, para poder sobrevivir es necesario invertir en capital, tener la capacidad de poder diferenciarse de la competencia, contar con la habilidad de atraer personal capacitado y seleccionar productos que los clientes deseen consumir. Por eso mismo es de suma importancia que la empresa sea capaz de ejecutar las iniciativas de crecimiento y el plan de largo plazo para poder sobrevivir en la misma.

La venta de calzado y ropa deportiva es un negocio altamente competitivo. Los principales competidores de la empresa son tiendas especializadas en calzado deportivo o aquellas que venden artículos deportivos o zapatos tradicionales, locales de consumo masivo y vendedores en internet, la venta directa de las marcas por internet, que son los principales proveedores de Foot Locker, se ve como una principal amenaza para la industria. Los principales factores competitivos son la selección de los productos, la experiencia del consumidor, la reputación, la localización de las tiendas, la publicidad y el precio.

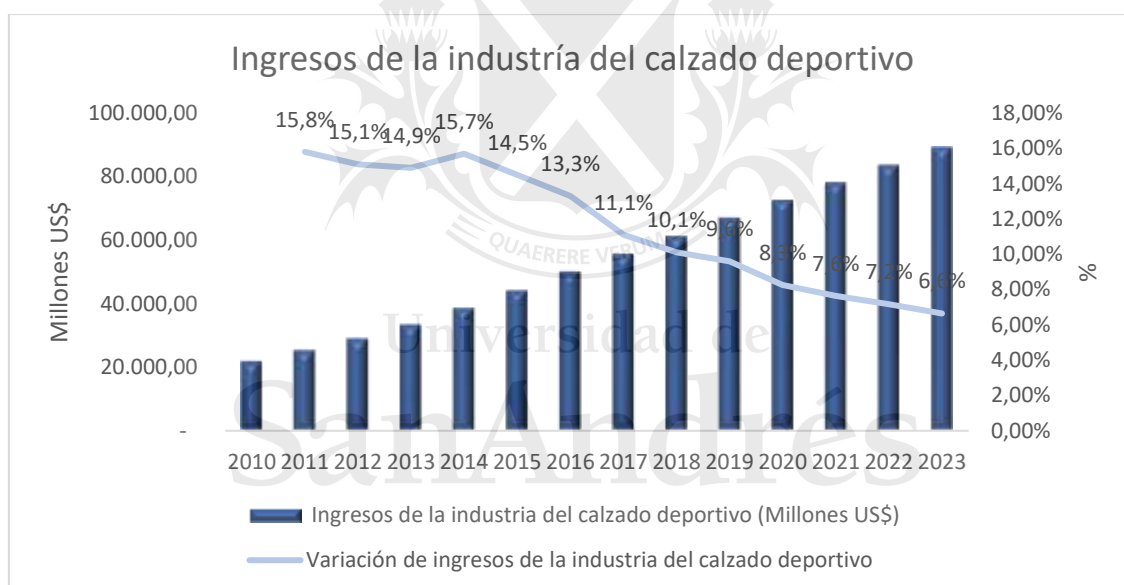
La industria depende principalmente de las últimas tendencias de moda y de las preferencias de los consumidores. Los distribuidores de estos productos descansan en la habilidad de sus proveedores de innovar constantemente en los artículos que desarrollan.

### Industria calzado deportivo

En 2019 el tamaño de mercado que ocupaba la industria del calzado deportivo eran USD 56,7 miles de millones de dólares. El creciente entusiasmo y toma de conciencia respecto a los beneficios en la salud de los deportes y de las actividades físicas están haciendo renacer la industria minorista de ventas de calzado deportivo mundialmente.

Los ingresos generados por la industria del calzado deportivo global fueron en el año 2019 de 66,9<sup>7</sup> mil millones de dólares. Foot Locker representaba en el año 2014 el 19% de los ingresos totales generados en la industria, pero paso a representar en el 2019 el 13%. Observando el grafico de abajo se puede ver que los ingresos de la industria han crecido durante todos los años en cuestión. Impulsado por lo comentado anteriormente y a su vez por el esfuerzo de las compañías por crear una necesidad de pertenencia. Sin embargo, los ingresos de Foot Locker no crecieron a la misma tasa que los ingresos de la industria por lo que la empresa fue perdiendo cuota de mercado. En 2010 los ingresos de la industria eran 21,7 mil millones de dólares es decir que los mismos se han expandido a un CAGR del 12% entre los años 2010-2019.

Gráfico 13 – Ganancia de la industria Calzado deportivo



Elaboración propia - Fuente: Statista

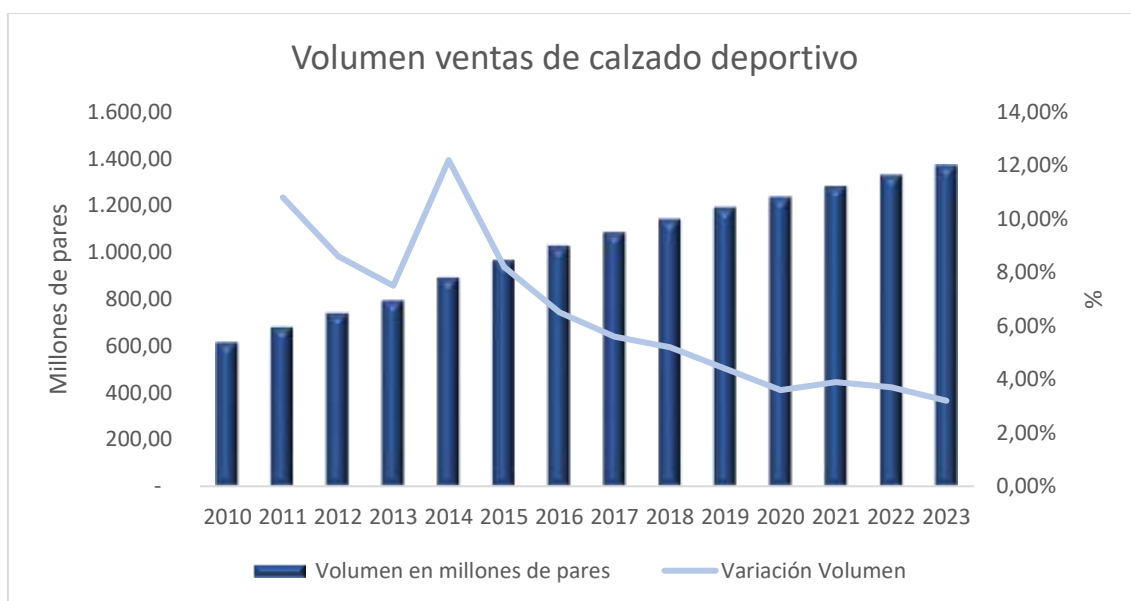
La evolución de las ventas de la industria fue en todo el período positiva. Sin embargo, podemos observar que a pesar de haber sido positiva la variación porcentual fue cada vez menor. Entre el 2010 y el 2015 las ventas aumentaron a un promedio del 15% pero luego las mismas fueron siendo menores para terminar en el año 2019 con una tasa de crecimiento del 9,6%. Statista proyecta que la tasa de crecimiento de la industria va a ser aún más baja, siendo una tasa CAGR del 5,90%.

<sup>7</sup> Véase STATISTA. Consumer Market Outlook – Athletic Footwear - <https://www.statista.com/outlook/11020000/100/athletic-footwear> (ultimo acceso 21/04/2020)



Las dos variables que explican el crecimiento de los ingresos son el volumen de ventas y el precio de los productos. Si analizamos el volumen medido como millones de pares vendidos podemos ver que durante todos los años el mismo aumentó, aunque en los últimos años el crecimiento fue menor. El crecimiento de los ingresos en los últimos años fue menor en parte por el menor aumento en la demanda. En el período 2010-2019 el volumen de ventas de pares de zapatos creció a una tasa CAGR del 6,9%. Durante los primeros años analizados la demanda aumentó a una tasa CAGR del 7,81% anual entre el año 2010 y 2015, teniendo en el 2012 un pico de crecimiento del 12%. Sin embargo, podemos ver que en los últimos años este crecimiento paso a ser de una tasa CAGR del 4,3% entre el año 2016 y 2019. Statista estima que el crecimiento de la demanda va a ser aún menor en los próximos años, siendo la tasa de crecimiento CAGR entre el año 2020 y 2023 del 3%. Esto es dado que a pesar de ser una industria que se encuentra en crecimiento, está llegando a una etapa madurativa donde el crecimiento de la misma va a tender al crecimiento de la economía.

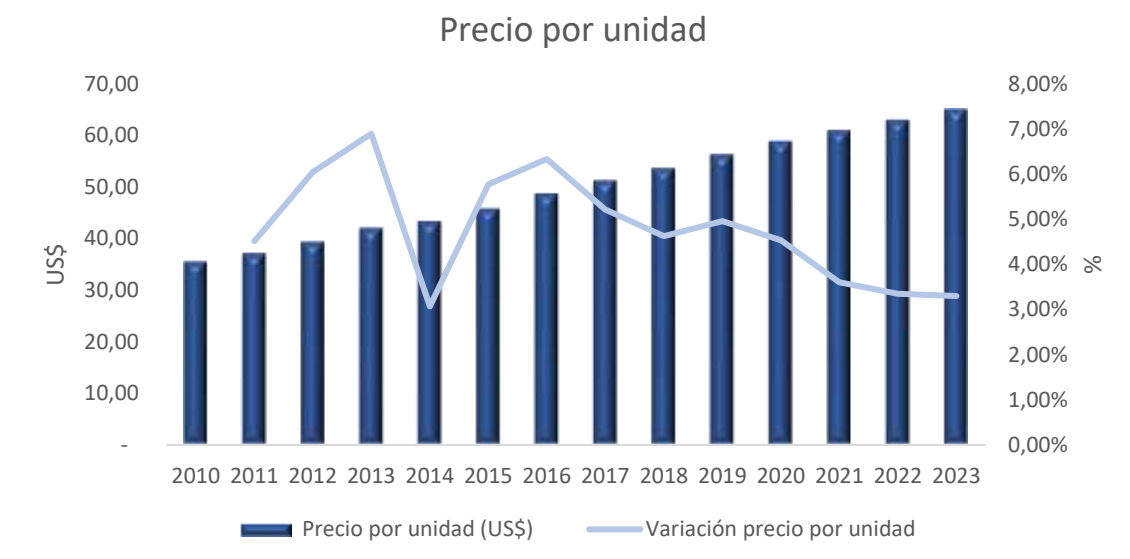
Gráfico 14 – Volumen ventas del Calzado deportivo



Elaboración propia - Fuente: Statista

Por otro lado, si analizamos la variación de la otra variable que compone el ingreso de la industria podemos ver que la misma tuvo una variación positiva durante todo el período bajo análisis. La tasa de crecimiento CAGR durante el periodo 2010-2019 fue del 4,8%, aunque se evidenció una volatilidad bastante alta en la evolución del mismo. Por ejemplo, la tasa de crecimiento del precio en el 2014 fue solo del 3,1% pero la del 2013 fue del 6,19%. La capacidad de poder aumentar el precio para así aumentar también el ingreso de la industria depende de la capacidad de las empresas que componen la misma para mediante nuevas tecnologías y marketing poder crear productos innovadores que los clientes deseen consumir, es decir crear la necesidad de consumo de los productos que comercializa la industria. Podemos ver que esta capacidad ha sido positiva durante el periodo analizado dado que los precios suben a una tasa mayor que la inflación mundial. Statista estima que los precios del calzado deportivo por unidad van a crecer a una tasa CAGR del 2,9% entre el 2020 y el 2023.

Gráfico 15 – Precio del Calzado deportivo por unidad



Elaboración propia - Fuente: Statista

Si analizamos la industria por los ingresos generados por cada país podemos ver que Estados Unidos es el país que más ingreso genera en la industria, representando un 25% del ingreso generado mundialmente. El segundo país con más ponderación es China siendo un 14,6% del total.

Gráfico 16 – Ingresos generados por país en la industria del calzado deportivo



Elaboración propia - Fuente: Statista

Estados Unidos generó ingresos por 18.151 millones de dólares. Statista estima que los ingresos en este país crecerán a una tasa CAGR del 8,2% entre 2020-2023. En relación con las cifras de población total los ingresos por persona son de US\$54,84 en 2020. Canadá por su parte tiene ingresos por US\$345 millones de dólares, US\$6,49 por persona. Se estima que los ingresos van a decrecer a un CAGR del 3% entre 2020-2023. China generó ingresos por 10.604 millones de dólares y en relación con su población total generó ingresos por US\$7,33 dólares por persona. Statista estima que los mismos crecerán a una tasa CAGR del 10%. Mientras que la región asiática generó en su totalidad 20.996 millones de dólares y Statista estima una tasa de crecimiento CAGR del 8,4%. En la región europea la industria del calzado deportivo generó ingresos por 18.910 millones de dólares y US\$22,25 dólares por persona. Se estima que los mismos van a crecer a una tasa CAGR del 3,6%. Por su parte Australia tiene ingresos por US\$341 millones de dólares, US\$8,5 dólares por persona. Se estima que los mismo crezcan a una tasa del 5% CAGR.

Gráfico 17 – Comparación Mundial ingresos de la industria del calzado deportivo



Elaboración propia - Fuente: Statista

Los jóvenes están interesados en adoptar un estilo de vida saludable y por eso mismo están participando activamente en deportes y otras actividades relacionadas. Al mismo tiempo, las personas comenzaron a comprender que los deportes pueden ayudar con la

salud y reducir el riesgo de tener desordenes crónicos como depresión, enfermedades cardiovasculares y diabetes. Las personas además le están dando más importancia a usar el calzado apropiado para las actividades deportivas para evitar lesiones en los músculos, piernas, dolor de rodillas y dolor de espalda. Como resultado se espera que la demanda de calzado deportivo aumente en los próximos años.

El calzado para hombres abarcaba más de la mitad del mercado en termino de ganancias en 2017. El segmento va a continuar dominando el mercado hasta el 2025. El calzado femenino está creciendo gradualmente a medida que la popularidad de los deportes continúa creciendo entre las mujeres, particularmente mercados inexplorados anteriormente. En la mayoría de los países desarrollados la proporción de mujeres atletas representando sus respectivas naciones en eventos deportivos es significativa comparado con países en desarrollo. Sin embargo, el escenario está cambiando en los países en desarrollo en línea con los esfuerzos que están realizando los gobiernos de estos países para fomentar la participación activa de las mujeres en los deportes. Es muy probable que esto promueva las ventas de calzado deportivo femenino en los países emergentes.

#### Industria indumentaria deportiva

El mercado global de indumentaria deportiva generó ingresos de alrededor de 181 mil de millones<sup>8</sup> de dólares en 2019, un incremento de más de 7 mil de millones de dólares con respecto al año anterior. Se espera que la industria continúe creciendo a tasas CAGR del 2,3% entre 2019 y 2025.

Actualmente Nike y Adidas lideran el mercado generando conjuntamente 64 miles de mill de dólares.

<sup>8</sup> Véase STATISTA. Consumer Market Outlook – Athletic Footwear - <https://www.statista.com/outlook/11020000/100/athletic-footwear> (ultimo acceso 21/04/2020)

Gráfico 18 – Ingresos Industria indumentaria deportiva



Elaboración propia - Fuente: Statista

### Canales de distribución

Más de 700 millones de calzados fueron vendidos a través de tiendas físicas en 2017. A pesar de que las ventas en las tiendas representan la mayor proporción de ventas, se viene observando que las ventas por internet vienen ganando lugar. En 2017 representaron el 23% de las ventas en China. Esta participación del comercio por internet fue la más grande en cualquier país del mundo. Las ventas por internet son extensivamente usadas en países desarrollados como Estados Unidos, Reino Unido y Alemania por los consumidores para comprar bienes durables. Dado el crecimiento que se evidenció en países como India y China es que la industria se ve obligada a reorientar sus estrategias de distribución en estos países.

### Competencia

Foot Locker es una de las empresas de ventas minoristas de calzado deportivo con mayor capitalización del mercado. Actualmente tiene una capitalización de mercado de 4,077 mil millones de dólares siendo dentro de su industria a nivel global la segunda con mayor capitalización. Si comparamos con la media de la industria que es 1,19 mil

millones de dólares podemos decir que Foot Locker tiene casi 4 veces mayor capitalización que el promedio de la industria.

Gráfico 19 – Capitalización de mercado



Elaboración propia - Fuente: Investing.

## II. Análisis financiero de la empresa

El negocio depende significativamente de la habilidad para obtener productos premium y comprar artículos de marca a precios competitivos de un número reducido de proveedores. La empresa ha negociado descuentos por volumen, la posibilidad de poder cancelar órdenes y devolver excesos de inventarios.

La misma ha comprado el 91% de sus productos en 2019 a 5 de sus principales proveedores. Aproximadamente el 71% viene dado por un solo proveedor – Nike, Inc. Cada unidad de negocio es altamente dependiente de Nike, individualmente han comprado entre el 43 y el 77 por ciento de sus productos a Nike durante el año.

Muchas de las tiendas, principalmente en Estados Unidos, están mayoritariamente ubicadas cerca de centros comerciales. Las ventas se ven afectadas en parte por el tráfico de personas que estos generan. El mismo se ve adversamente afectado por otros

factores como estancamiento económico, el cierre de locales y el declive de la popularidad de los centros comerciales. Es de suma importancia que la empresa se ubique en barrios cerca de los centros comerciales como también en áreas donde haya bastante tráfico de consumidores.

Una proporción significativa de las ventas en 2019 fueron atribuibles a las operaciones en Europa, Canadá, Australia y Nueva Zelanda. Como resultado el negocio está condicionado a los riesgos asociados con las operaciones fuera de los Estados Unidos como preferencias de los consumidores, inestabilidad política, interrupciones o demoras en los envíos, cambios en la actividad económica, fluctuaciones en el tipo de cambio, costos laborales y edilicios asociados. Asimismo, dado que los proveedores fabrican una gran cantidad de sus productos en otros países, la facilidad para obtener las cantidades necesarias depende básicamente de las reglamentaciones, restricciones comerciales, laborales y otras condiciones en los países de los cuales los proveedores obtienen su producción. Cambios en las tasas impositivas puede afectar los estados financieros de la empresa.

Por otro lado, la inestabilidad en el sistema financiero puede reducir la capacidad de acceder al crédito. A pesar de que actualmente la compañía tiene un acuerdo de crédito rotativo hasta mayo del 2021, el endurecimiento del mercado crediticio puede hacer más difícil acceder al financiamiento, refinanciar la deuda existente y entrar en nuevos acuerdos.

Para febrero 2019 el efectivo y sus equivalentes eran 907 millones. La mayoría de las inversiones eran depósitos a corto plazo en instituciones bancarias de primer nivel. La empresa monitorea el riesgo de crédito de la contraparte regularmente y mitiga su exposición haciendo inversiones a corto plazo solo en instituciones clasificados por calificadoras de riesgo como uno de los mejores y diversificando.

La compañía es una multinacional radicada en Estados Unidos por lo que está sujeta a impuestos en varias jurisdicciones de Estados Unidos. La provisión para el impuesto a las ganancias está basado en un mix de ingresos entre jurisdicciones, tasas estatutarias,



normales fiscales promulgadas y precios de transferencias. La tasa impositiva se puede ver afectada por un numero de factores incluidos cambios en los resultados antes de impuestos por jurisdicción, cambios en las leyes impositivas, etc.

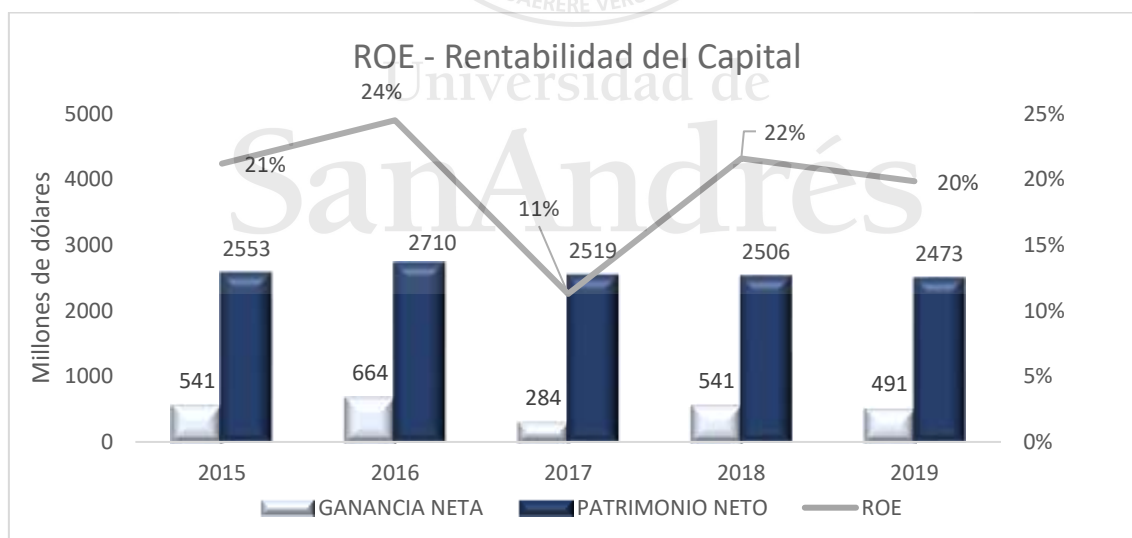
### Análisis de ratios

#### Ratios de rentabilidad

##### ROE- Rentabilidad del capital

El ROE<sup>9</sup> nos da una visión de la rentabilidad de la empresa ya que nos dice la ganancia que obtuvo la empresa como porcentaje de lo invertido por los accionistas. Para poder calcularlo se utiliza la ganancia neta de la compañía dividido el patrimonio neto de la misma. Un ROE creciente significa que una compañía está aumentando su habilidad de generar ganancias sin necesidad de la misma cantidad proporcional de capital, en otras palabras, está siendo más eficiente.

Gráfico 20 – Capitalización de mercado



Elaboración propia - Fuente: Foot Locker Anual Report. .

Podemos ver que el ROE para estos cinco años bajo análisis tuvo un comportamiento disímil. Vemos que en el año 2016 el mismo aumentó influenciado por un aumento en

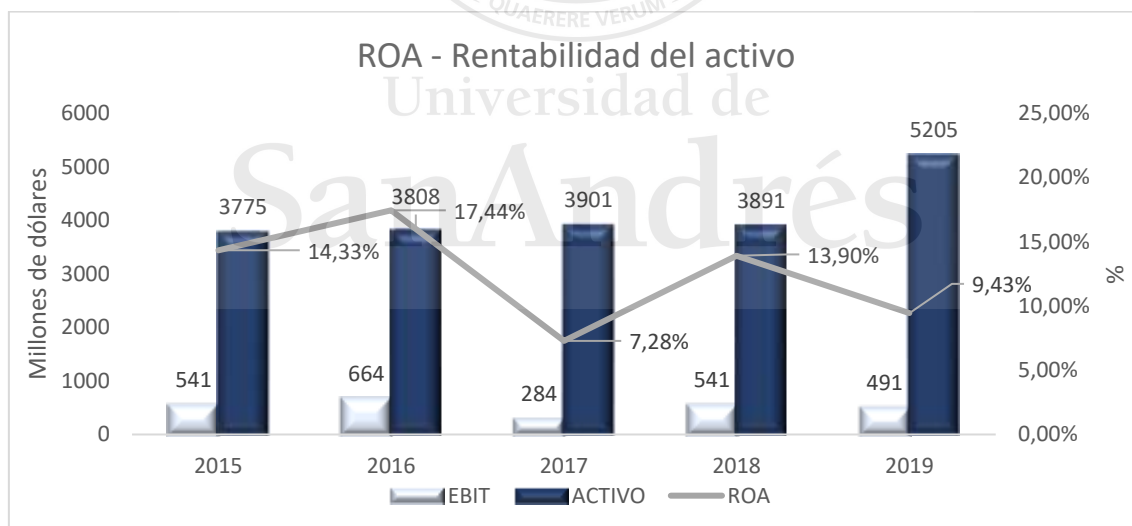
<sup>9</sup> ROE: Return on equity por sus siglas en inglés; rentabilidad del capital en español.

las ganancias netas porcentualmente mayor que el aumento en el patrimonio neto. Sin embargo, en el 2017 vemos que el mismo decreció influenciado por una caída en las ganancias mayor que la caída en el patrimonio neto. Para el año 2018 vemos una leve recuperación de este, aunque todavía no logra estar a niveles del año 2015 o 2016 y para el 2019 vuelva a caer al 20%. Como conclusión podemos decir que la rentabilidad de los accionistas comparando de punta a punta cayó influenciado por una caída en las ganancias netas. Mas adelante se analiza este indicador comparado con el resto de la industria, pero a simple vista se puede decir que un ROE del 20% significaría un ratio de rentabilidad saludable para este tipo de empresas.

### ROA – Rentabilidad de los activos

El ROA<sup>10</sup> es el ratio que muestra cuan rentable es la empresa en términos de los activos disponibles. Se calcula como las ganancias netas dividido el promedio de dos años del activo.

Gráfico 21 – ROA – Rentabilidad del activo



Elaboración propia - Fuente:

El ROA decreció en 2019 a 9,4% comparado con el año anterior que había sido 13,9% esto es principalmente porque se adopta un standard diferente para el tratamiento del leasing<sup>11</sup>. Si excluimos este efecto se hubiese tenido una caída del ROA de 80 puntos

<sup>10</sup> ROA: Return on Assets por sus siglas en inglés, rentabilidad del activo en español.

<sup>11</sup> Leasing: contratos de alquiler con derecho de compra.

básicos. Siguiendo con el análisis podemos ver que al igual que el ROE este ratio tuvo una tendencia disímil, las ganancias netas en este caso también afectaron a que el indicador mostrara que la compañía no llegó a mantener el ratio a los niveles del año 2015.

### Análisis Dupont

El objetivo del análisis de Dupont es identificar como se están generando las pérdidas o ganancias de la empresa. Lo que permite saber cuáles son aquellas variables que están afectando el desarrollo de la compañía. Se analiza la rentabilidad del capital a través de ratios.

El análisis de Dupont se divide en dos. Por un lado, la eficiente operativa (ROA) que muestra el nivel de productividad de la empresa y otro vinculado al nivel de apalancamiento.

La fórmula es la siguiente:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}} \times \frac{\text{Activos}}{\text{Recursos propios}}$$

Margen neto = Resultado neto / Ventas

Es el porcentaje de ganancia que se consigue en promedio por cada venta. En base a la tabla de abajo podemos ver que el margen neto de la compañía se podría mejorar.

Rotación de activos = Ventas / Activos

Número de veces al año que rotaron los activos para poder generar ingresos. Se ve una evolución disímil en este indicador por lo que no se podría sacar como conclusión que la empresa esta esté siendo más eficiente para administrar sus recursos.

Multiplicador del capital = Activos / Patrimonio

Refleja el apalancamiento financiero de la empresa. Si el ratio es igual a 1 significa que la empresa solo se ha financiado con recursos propios. En este caso vemos que el ratio se ha mantenido durante todo el periodo en aproximadamente 1,5 lo que estaría demostrando que no tiene problemas de financiamiento. El salto en el último año se verifica por el cambio en la contabilidad de los leasings.

TABLA 6 – Análisis de Dupont

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Ventas</b>	7.412	7.766	7.782	7.939	8.005
<b>Resultado neto</b>	541	664	284	541	491
<b>Activos totales</b>	3775	3840	3961	3820	6599
<b>Margen neto</b>	7,3%	8,5%	3,7%	6,8%	6,1%
<b>Rotación de activos</b>	1,96	2,02	1,96	2,08	1,21
<b>Multiplicador del capital</b>	1,48	1,42	1,57	1,52	2,66
<b>ROE</b>	21%	24%	11%	22%	20%

*Elaboración propia en base a datos Reporte Anual Foot Locker 2015-2019.*

#### EBIT y EBITDA como porcentaje de ventas

Como se mencionó al principio del informe el EBIT y el EBITDA no tuvieron la misma tendencia que las ventas. En el año 2016 el margen EBIT sobre ventas mejoro en un 14%, en un principio las ventas subieron en un 4,8% pero los costos de mercaderías vendidas solo lo hicieron en un 4,5%, los gastos de administración y comercialización lo hicieron en un 4% y el rubro otros gastos que no es representativo cayó un 94%. Esto explica que combinado con un aumento de ventas y de costos pero que no llegan a hacer la misma tasa del aumento de las ventas permite una mejora del margen del EBIT. Lo mismo ocurrió con el EBITDA aunque en menor medida, las amortizaciones aumentaron en un 6% no llegaron a contrarrestar el efecto anterior ya que solo representaban el 2% de las ventas lo que produjo una variación en el EBIT menor que en el EBITDA.

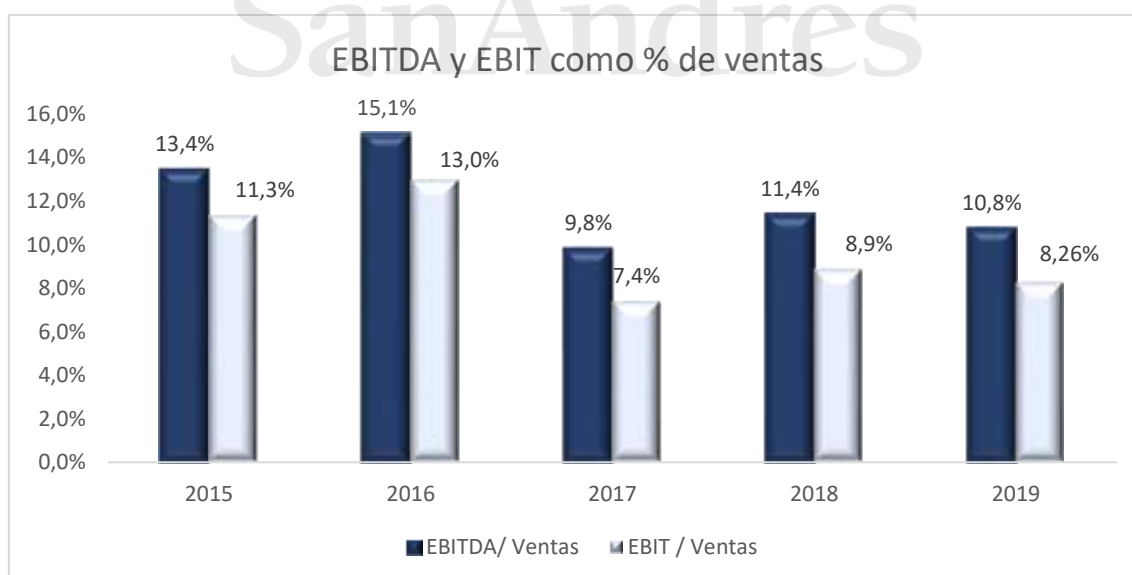
En el año 2017 podemos ver una caída muy abrupta del EBIT como porcentaje de ventas siendo un 43% menor con respecto al año anterior y ubicándose en un nivel del 7,4%. En este caso las ventas solo crecieron en un 0,26% mientras que los costos de mercaderías vendidas aumentaron en un 3,82% y los gastos de administración y comercialización aumentaron en un 1,97%. Entonces la caída fue en parte atribuible a una caída en el margen de mercaderías vendidas por una baja en los precios de venta para incrementar las ventas. Foot Locker en el año 2017 tuvo que realizar una rebaja en los precios para poder mantener el volumen de ventas dado que su principal proveedor comenzó a vender directamente por la plataforma de Amazon lo que produjo una contracción de ventas en Foot Locker de esa marca. Los gastos de administración y comercialización aumentaron por presiones de subas de salarios. Con respecto al

EBITDA vemos que tiene la misma evolución que el EBIT aunque en menor medida ya que al excluir las amortizaciones la caída del margen es menor porque las mismas cayeron en menor medida.

En el año 2018 podemos ver una mejora del margen ocasionado por un aumento de las ventas del 2% mientras que los costos de mercadería vendida aumentaron solamente un 1,6%, el rubro de otros gastos cayo en 83% aunque la mejora se vio contrarrestada parcialmente por un aumento de los gastos de administración y comercialización del 7%, ocasionado para un incremento en salarios y un incremento en las inversiones en tecnología e infraestructura que se desarrollaron. El factor principal de este crecimiento fue una mejora en el margen de los costos de compra de los productos versus el precio de venta. Esto fue parcialmente compensado por una baja en las ganancias de los envíos dado que aumentó la cantidad de envíos gratis.

Por último, en el 2019 vemos que el margen tuvo una leve caída mientras que las ventas crecieron en un 0,83%, el CMV lo hizo en un 0,94%, lo que hizo que el margen de EBIT disminuyera fueron los gastos de administración y comercialización que aumentaron un 2,2% ocasionado por las inversiones en tecnología e infraestructura que se venían desarrollando desde el año anterior.

Gráfico 22 – EBITDA y EBIT como % de ventas



Elaboración propia en base a Reporte Anual Foot Locker 2015-2019.

Evolución de márgenes

El margen bruto es calculado como las ventas menos los costos de ventas. Los costos de ventas incluyen el costo de compra, distribución, costos de envío y embalaje, costos de atención al cliente<sup>12</sup>.

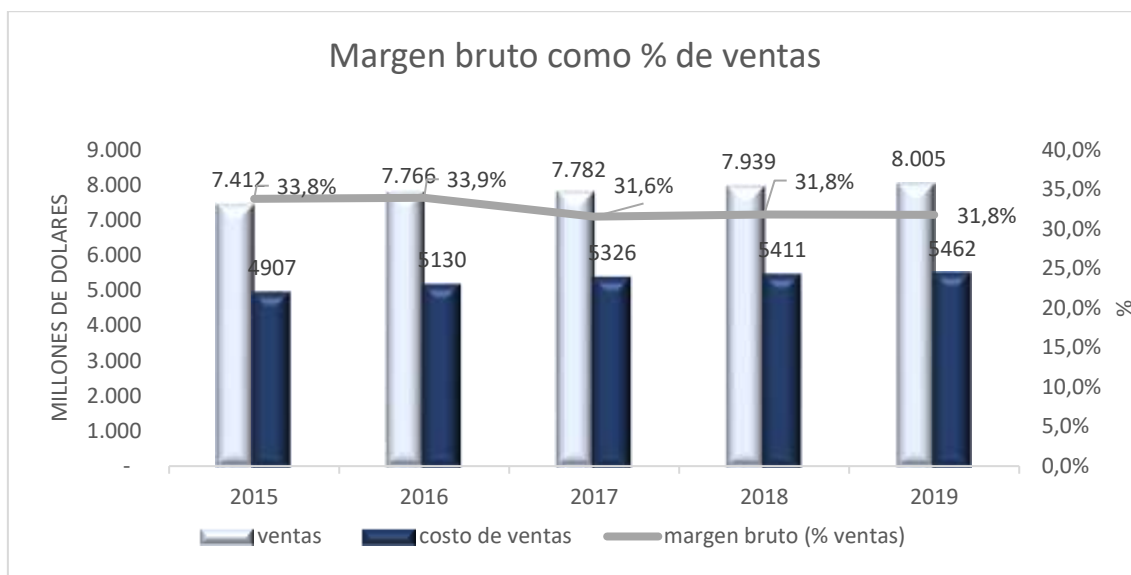
El margen bruto como porcentaje de ventas se mantuvo estable en 2019 comparado con 2018. Esto fue ocasionado porque hubo un menor margen en las ventas, pero fue compensado dado que se bajó la tasa de compensación a los clientes comparada con el año anterior. En el 2018 se incrementó a 31,8% comparado con el 2017 que era 31,6%. Este crecimiento también vino explicado por una mejora en los costos de atención al cliente que mejoraron en 10 puntos porcentuales.

En 2017 el margen bruto fue porcentualmente menor comparado con el año 2016. Esto se explica porque el margen de costo de compra de los productos versus el precio fue superior al año anterior dado que se trató de contar con inventarios que permitieran estar en línea con las tendencias de ventas. Además, el envío impactó negativamente como así también los costos de atención al cliente dado que los alquileres aumentaron mientras las ventas se mantuvieron relativamente constantes. Este aumento en los alquileres se dio ya que se entró en contratos en locaciones de perfil alto.

Gráfico 23 – Evolución margen bruto

---

<sup>12</sup> Los costos de atención al cliente incluyen alquiler, gastos de mantenimiento e impuestos inmobiliarios.



*Elaboración propia - Fuente: Foot Locker Inc. Anual report.*

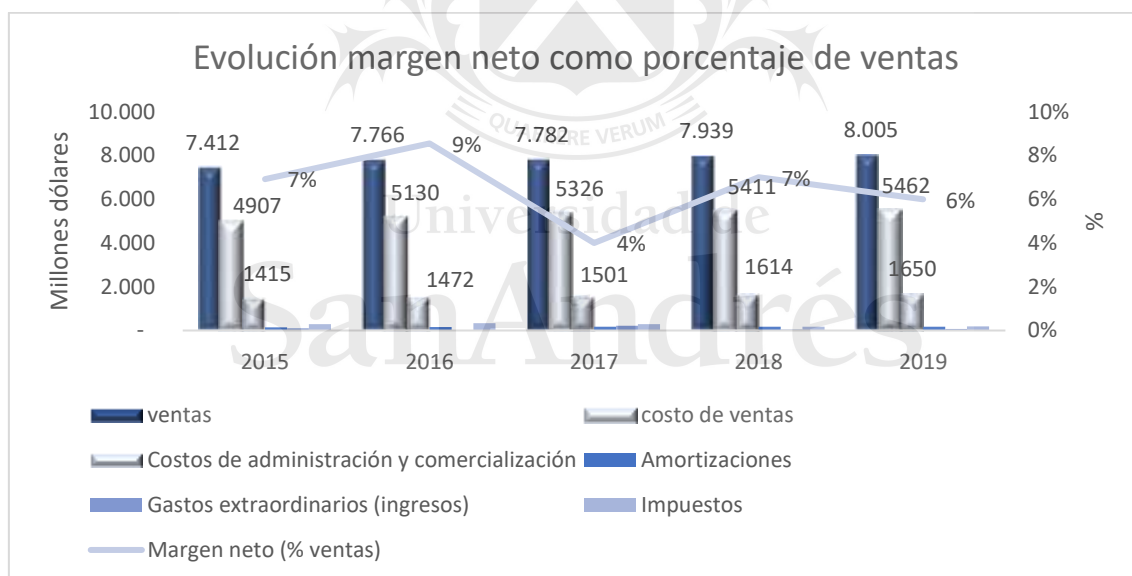
En el año 2019 el margen neto como porcentaje de ventas fue del 6% es decir que decreció con respecto al 2017 donde había sido 7%. En el cuadro de abajo se puede observar cual fue el comportamiento de las diferentes variables que lo componen. Esta baja en el margen neto estuvo explicada por la variación en los gastos operativos, amortizaciones, impuestos, gastos corporativos otros gastos y litigios.

Los gastos operativos aumentaron en un 2,23% en el 2019 siendo un 20,6% de las ventas. Este aumento estuvo relacionado con las inversiones en curso en tecnología e infraestructura que fue parcialmente compensado por una baja en la tasa de incentivos hacia los empleados. En el 2018 se incrementaron en 113 millones de dólares, un 7,5% comparando con el año anterior. Como porcentaje de las ventas los gastos operativos se incrementaron en 100 puntos básicos. Excluyendo el efecto de las fluctuaciones en las monedas extranjeras los gastos operativos aumentaron en 105 millones de dólares, es decir un 7% con respecto al año previo. Esto fue consecuencia de un aumento en los salarios, los gastos en incentivos y un incremento en los costos incurridos relacionado con las inversiones en marcha en tecnología e infraestructura.

Los aumentos en las compensaciones por incentivos fueron otorgados en base a la performance<sup>13</sup> relativa a los estándares financieros comparados con el año 2017 en el cual estos incentivos fueron mínimos. Adicionalmente, durante el año 2017 se registraron pérdidas por 7 millones de dólares relacionadas con el huracán. En el 2018 se registraron unas ganancias de 5 millones relacionado con recuperación de inventario dañado o activos que fueron reparados

El incremento en los gastos operativos durante el 2017 fue de 16 millones y se lo toma como porcentaje de las ventas los gastos operativos quedaron en 19,3% como el año previo. Este aumento se debió principalmente por un aumento del salario mínimo e impuestos de los mismo. Se trato compensar este aumento con una baja de las compensaciones y con la baja de los costos del comercio por internet.

Gráfico 24 -Evolución margen neto como porcentaje de ventas



Elaboración propia - Fuente: Foot Locker Inc. Annual Report

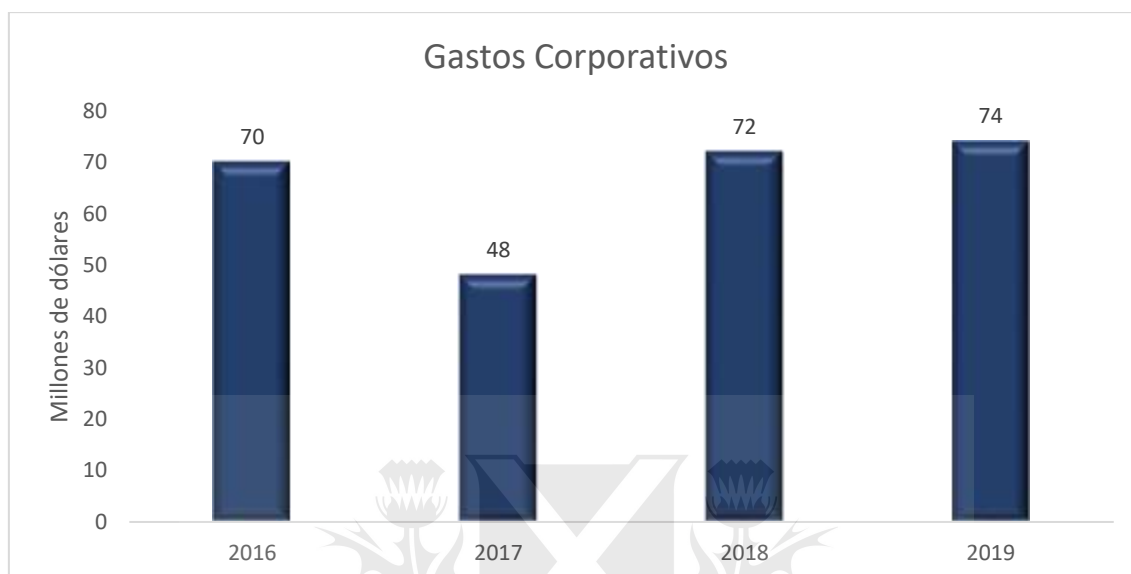
Los gastos corporativos consisten en gastos generales y administrativos que no fueron alocados como así también la depreciación y la amortización asociada a la sede de la

<sup>13</sup> Performance: Hace referencia al desempeño de los empleados.



compañía y los departamentos centrales, seguros, ganancias y pérdidas por tipo de cambio y demás.

Gráfico 25 – Gastos corporativos



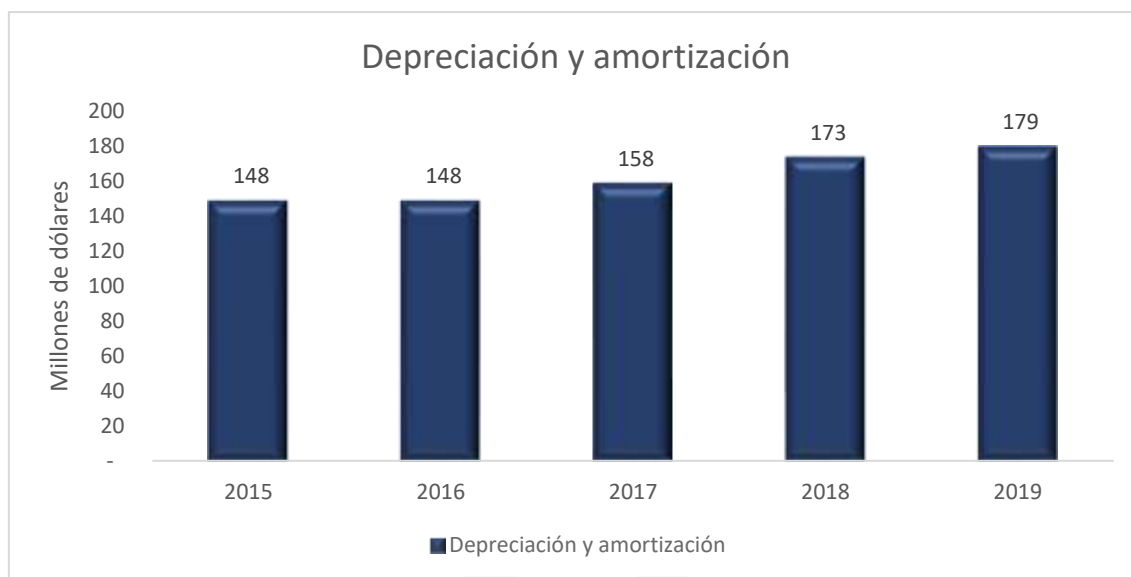
Elaboración propia - Fuente: Foot Locker Inc. Annual Report

La depreciación y la amortización incluida en gastos corporativos paso de ser 14 millones de dólares en 2016, a 16 millones de dólares en 2017, 18 millones de dólares en 2018 para terminar siendo 19 millones en 2019.

Si comparamos contra 2018 en 2019 los gastos corporativos aumentaron 2 millones de dólares y los mismos aumentaron 24 millones de dólares comparado con 2017. Esto es explicado principalmente por los gastos en tecnología y el aumento de las compensaciones por performance.

En 2017 los gastos corporativos cayeron 22 millones de dólares principalmente por una caída en la compensación incentivo que vino de la mano de una performance por debajo de los planificado de la empresa. Esto también fue influenciado por una caída de 4 millones en los costos re-allocados de las sedes, aunque esto se vio compensado en 2 millones por gastos de litigios, costos de información tecnológica, administración de infraestructura y un aumento de la depreciación y amortización.

Gráfico 26 – Depreciación y amortización



Elaboración propia - Fuente: Foot Locker Inc. Annual Report

Las depreciaciones y amortización aumentaron en 6 millones de dólares en 2019 comparado con el año previo. El efecto de tipo de cambio en las amortizaciones y depreciaciones no fue significativo. Los aumentos en 2018 y 2019 es explicado un aumento en los gastos de capital en mejoras en las tiendas, la mejora en los sitios digitales, y otras inversiones en tecnología e infraestructura.

Incluidos en la división de ganancias del 2018 eran cargos de deterioro no monetarios de 19 millones de dólares relacionados con amortizaciones de nombres comerciales y mejoras de arrendamiento de Runners Point, Sidestep y SIX:02. El efecto de estos cargos disminuyó el porcentaje de la división de ganancias en 30 puntos básicos. La compañía tiene planes de cerrar las tiendas SIX:02 durante 2019, aunque se espera que los cargos de finalización de alquiler no sean significativos. Mientras el margen bruto se incrementó, los gastos aumentaron en mayor proporción por lo que disminuyó la división de ganancias.

La división de ganancias para 2017 también incluyó un cargo no monetario de 16 millones de dólares para SIX:02 y de 4 millones para Runners Point y Sidestep. Esto hizo caer en 30 puntos básicos la tasa de división de ganancias.

Los litigios y otros cargos representaron 37 millones de dólares en 2018, 211 en 2017 y 6 millones en 2016. Incluidos en la división de ganancias fueron no monetarios por 4, 20 y 6 millones para 2018, 2017 y 2016 respectivamente. Adicionalmente en 2018 se incurrieron en gastos por 15 millones para anotar el nombre comercial de Runners Point. Con respecto a los litigios por pensiones hubo gastos por 18 millones en 2018. Este monto incluye cargos por 13 millones de ajustes de los costos estimados por reformas y 5 millones en honorarios de profesionales en conexión con las reformas. Durante 2017 la compañía incurrió en cargos por 178 millones relacionado a lo mismo. En ese mismo año se redujeron y reorganizaron las divisiones y el staff corporativo lo que generó 13 millones de dólares.

### Ratios crediticios

Podemos observar que el ratio de endeudamiento se mantuvo durante todo el periodo constante y el mismo es bastante bajo.

Los ratios de solvencia y liquidez miden la capacidad de la empresa de hacer frente a las obligaciones financieras en el largo y en el corto plazo. El ratio de solvencia mide la capacidad para hacer frente a las deudas en el largo plazo. Vemos que el mismo decreció durante el periodo analizado, pero no representa una amenaza para la empresa ya que se encuentra en niveles bastante altos 2,6 en 2019.

Con respecto a los ratios de liquidez se puede observar que la empresa tiene los recursos suficientes como para hacer frente a la deuda a corto plazo aunque al igual que el ratio de solvencia el mismo decreció para terminar siendo 2 en el año 2019 ocasionado por una caída del activo corriente por los esfuerzos de la compañía de reducir inventarios.

Por otro lado, otro ratio analizado es el de deuda sobre EBITDA nos permite analizar cuanto tiempo necesita la empresa para pagar su deuda a base de los flujos que genera. Es decir que cuanto más bajo sea este ratio mejor. Podemos ver que el mismo se mantuvo relativamente constante, la empresa no necesita más de 2 años para pagar su deuda con los flujos generados por la misma.

En conclusión, podemos decir que la empresa posee buenos ratios de solvencia y liquidez no representando una amenaza la deuda tanto a largo como a corto plazo para la situación financiera de la compañía.

La empresa quizás recompre acciones o deuda dependiendo de las condiciones de mercado, la liquidez requerida, las restricciones contractuales y otros factores. En 2019 se recompraron acciones por aproximadamente 335 millones de dólares. Adicionalmente, la junta aumentó los dividendos a ser distribuidos a 0,40 dólares por acción representando un aumento del 5%.

Por otro lado, el ratio de EBITDA/intereses muestra que la empresa genera mucho más de lo necesario como para hacer frente al pago de intereses de la deuda. Dado que en todo el periodo los intereses de la deuda se mantuvieron constantes, el ratio varía por la variación del EBITDA.

Tabla 7 – Ratios crediticios

	Ratios Crediticios				
	2015	2016	2017	2018	2019
Endeudamiento	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Solvencia	3,1	3,4	2,7	2,9	2,6
Liquidez	3,7	4,3	4,1	3,3	2,0
EBITDA/Intereses	125	147	85	101	96
Deuda/EBITDA	1,23	1,04	1,60	1,35	1,42

*Elaboración propia - Fuente: Foot Locker Inc. 10k reporte anual.*

### Ratios de actividad

Es necesario mantener los inventarios en los niveles apropiados para no afectar adversamente los resultados operativos, se debe contar con inventarios que permitan el normal funcionamiento de la empresa. Sin embargo, se debe evitar acumular excesivamente. La empresa realiza las ordenes entre 4 y 6 meses antes de la entrega en las sucursales. En caso de que la previsión no se haga correctamente puede llevar a la empresa a tener que realizar promociones para poder rotar el inventario.

Los ratios de rotación de inventario se mantuvieron relativamente constantes durante los años analizados. Rotando 4 veces por año en casi todo el período bajo análisis.

Tabla 8– Ratios de actividad

	Ratios de Actividad				
	2015	2016	2017	2018	2019
Rotación de inventarios	3,72	3,75	4,01	4,20	4,48
Same-store-sales	8,5%	4,3%	-3,1%	2,7%	2,2%
Ventas por pie cuadrado	504	515	495	504	510

*Elaboración propia - Fuente: Foot Locker Inc. 10k reporte anual.*

El indicador same-store sales<sup>14</sup> mide la variación en las ganancias de un año a otro tomando como referencia las tiendas ya existentes. Es decir, es una manera de medir en cuanto variaron las ventas sin tener en cuenta la apertura de las nuevas tiendas.

Este ratio fue positivo en casi todos los años menos en el 2017, esto estaría indicando que la empresa no solo aumenta sus ventas por apertura de nuevas tiendas sino que también aumenta sus ventas en aquellas tiendas ya existentes, lo que podría estar influenciado por un aumento del cupo de mercado en el área donde se encuentran estas tiendas.

El ratio correspondiente a las ventas directas al cliente fue creciente en todos los años lo que podría estar marcando un cambio de preferencia del consumidor a la hora de realizar las compras. En el año 2019 el indicador fue 5,6% en el segmento directo al cliente y del 1,6% en el de tiendas. En Norte America, Foot Locker Canada tuvo un ratio elevado de dos dígitos, en Estados Unidos fue alto también pero de un solo dígito. En la rama internacional Foot Locker Pacific evidencio un ratio elevado de dos dígitos mientras que Foot Locker Europe y Runners point registraron una suba baja de un solo dígito.

El same-store sales fluctuó significativamente en el pasado, anual y trimestralmente por lo que se espera que fluctuó también en el futuro. Diversos factores afectan esta ratio

<sup>14</sup> Same-store sales: Es un indicador que mide la variación de las ventas en las tiendas ya existentes.

incluyendo tendencias, innovación de productos, eventos promocionales, el ambiente competitivo del negocio, las condiciones económicas, condiciones climáticas, entre otros. La demanda de los productos que ofrece la empresa está directamente correlacionada con el nivel de actividad de la economía dado que las ventas representan un consumo discrecional para los clientes. Además, puede caer la demanda si los consumidores cambian sus prioridades de consumo.

Tabla 9– Same-store sales

	2016	2017	2018	2019
Same-store sales tiendas	3,60%	-4,70%	1,10%	1,60%
Same-store sales directo al cliente	8,80%	6,90%	12,30%	5,60%
Same-store-sales	4,30%	-3,10%	2,70%	2,20%

*Elaboración propia - Fuente: Foot Locker Inc. 10k reporte anual.*

El ratio de ventas por metro cuadrado que se calcula como ventas por local dividido los metros cuadrados podemos ver que tuvo similar variación que el ratio same-store sales.

### III. Evolución de la estructura patrimonial

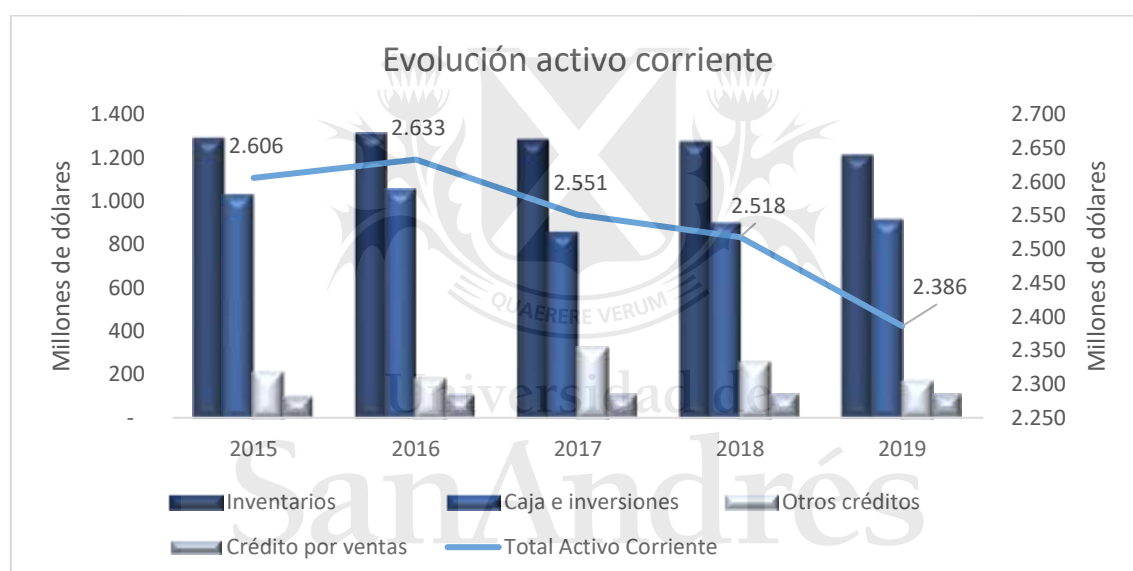
#### Evolución del activo

El activo mostró una tendencia creciente en los primeros años, aumentando en el 2016 un 2% y un 3% en 2017 para luego descender un 4% en el 2018 y un 3% en 2019.

El activo corriente representa un 64% del activo total y el activo no corriente un 36%. El activo corriente tuvo una caída casi en todos los años bajo análisis menos en el 2017. Esto es así dado que la empresa focalizo su esfuerzo en reducir su tenencia de activos ociosos al mínimo indispensable tratando de disminuir inventarios. Dentro del activo corriente las existencias son las que mayor participación tienen representando un 33% del activo total. Las mismas se mantuvieron relativamente constante durante los años analizados pero en el último año se evidencio una caída de los inventarios del 5%

influenciada por los esfuerzos de la empresa en reducir los mismos. Los mismos tienen una tendencia decreciente desde el año 2017 aproximadamente un 2% promedio por año. Por otro lado, el efectivo y las inversiones a corto plazo representan un 25% del activo total en el 2019. Durante el año 2019 el efectivo aumento un 2% algo menor al aumento del 5% del año anterior. Sin embargo, en el año 2017 hubo una caída del 19% del efectivo total lo que hizo caer la participación en el activo total del 27% en los años anteriores a un 25% en el 2019. Los deudores comerciales por su parte representaron el 3% durante todos los años bajo análisis y los pagos por adelantado representaron entre el 5 y el 8%.

Gráfico 27 – Evolución activo corriente

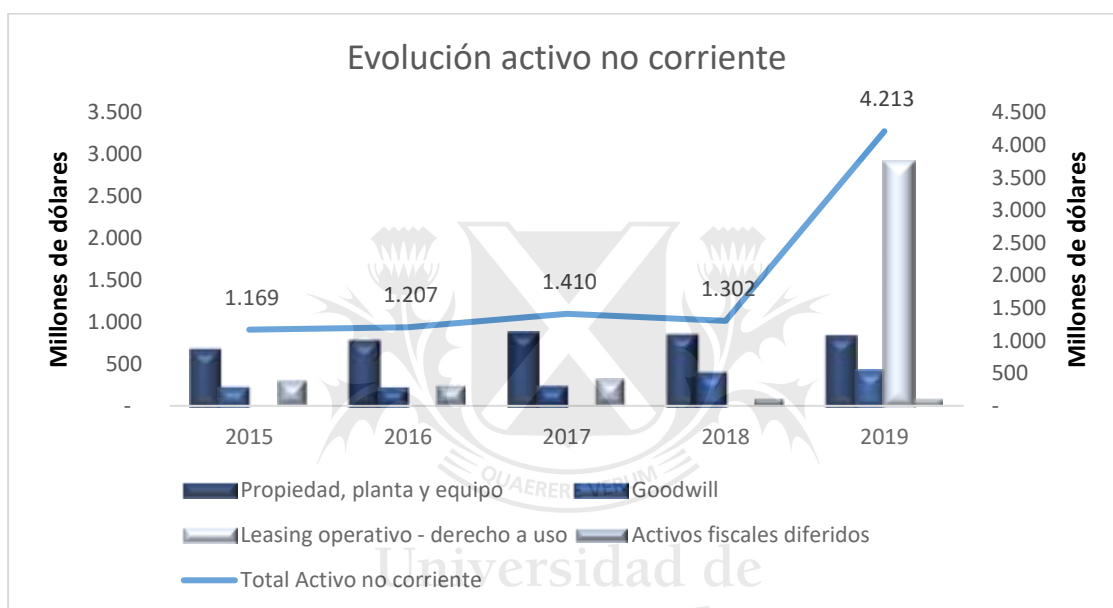


Elaboración propia - Fuente: Foot Locker Inc. Annual Report

Dado que se utilizó otra metodología este año para reflejar contablemente el leasing vemos un salto abrupto en el activo no corriente. A los efectos de análisis no tendremos en cuenta este ajuste contable, analizaremos el activo por los componentes que se utilizaron los años previos. El activo no corriente tuvo una tendencia creciente si se analiza de punta a punta, una tasa de crecimiento CAGR entre 2015-2019 del 2,97%. El rubro que más preponderancia tiene dentro del activo no corriente es propiedad, planta y equipo representando un 22% del activo total en 2019. El mismo aumento un 16% en el 2016, un 13% en el 2017, descendió un 3% en 2018 y un 1,4% en 2019. Los activos intangibles representan el 11% del activo total en 2019, el mismo tuvo una tendencia

creciente durante todo el periodo con una tasa de crecimiento CAGR del 18%. Las inversiones a largo plazo representaban menos del 1% los primeros años, sin embargo, durante el último año se evidencio un aumento de las mismas del 593% y representando un 3% de los activos total, 104 millones de dólares. Por el lado de los activos fiscales diferidos los mismos representaron entre el 8 y el 5% finalizando en 2018 en 181 millones de dólares.

Gráfico 28 – Evolución activo no corriente



– Elaboración propia - Fuente: Foot Locker Inc. Annual Report

### Evolución del pasivo

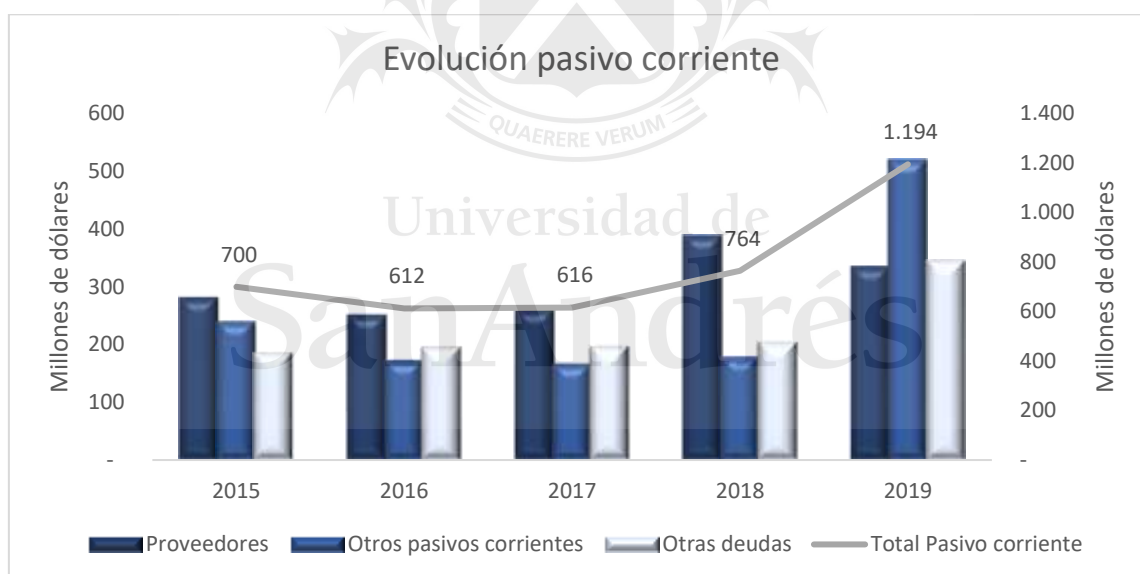
Al igual que en el activo la nueva contabilización del leasing afecta el análisis del mismo por lo cual se decidió realizar el análisis no teniendo en cuenta el efecto de esto sobre el pasivo. Observando la evolución del pasivo en los años bajo análisis podemos ver que entre el año 2015-2016 hubo una disminución de este del 8%, en el período siguiente aumentó un 28%, para luego en el año 2018 volver a caer en un 9% y en el 2019 el mismo aumento un 10%. Si comparamos 2015 contra 2019 podemos observar que la tasa de crecimiento CAGR del pasivo fue del 4,21%.



En el 2019 sin tener en cuenta la contabilización del leasing el pasivo alcanzo los 1.441 millones de dólares cuando en el año previo había sido 1.314 millones de dólares. Proporcionalmente el pasivo corriente representaba una mayor parte del total de pasivo, un 83%. Esta situación estuvo invertida solo en el año 2017 donde el pasivo no corriente aumentó un 59% y paso a representar un 57% del pasivo total. Esto fue así dado que en el 2017 se originaron pasivos por litigios de pensiones por 278 millones de dólares.

Dentro de lo que es deuda a corto plazo, se puede observar que la mayor proporción estaba concentrada en manos de proveedores, representando un 50,65% del pasivo corriente en 2018. Sin embargo, vemos que en el 2019 la mayor proporción venia explicada por otros pasivos corrientes dentro de los cuales se contabiliza la porción actual que corresponde al leasing.

Gráfico 29 – Evolución pasivo corriente

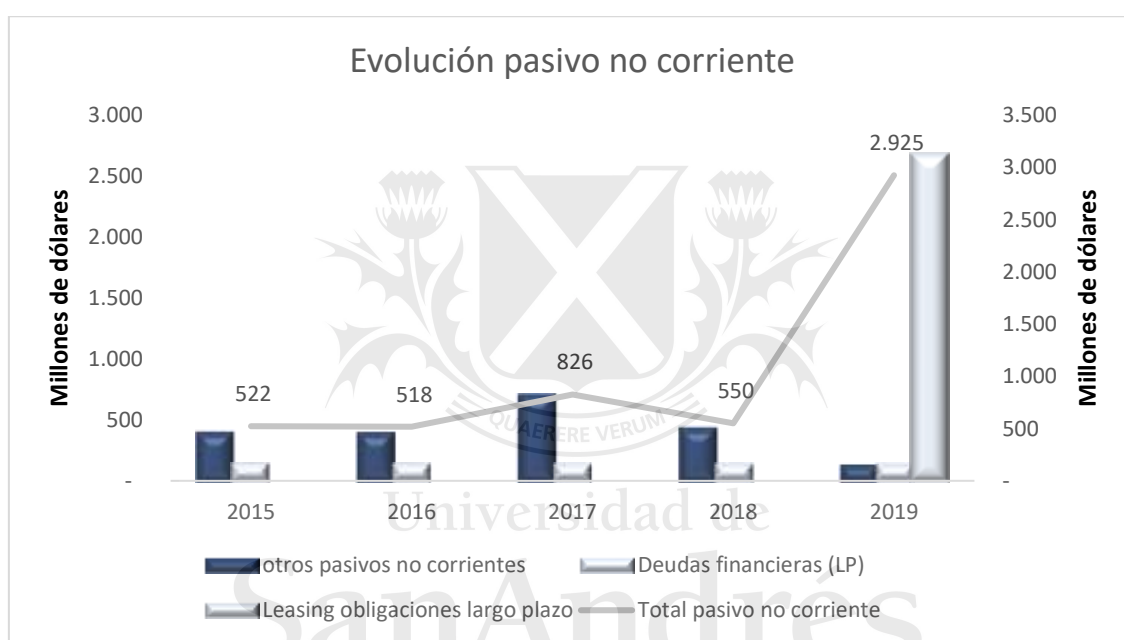


Elaboración propia - Fuente: Foot Locker Inc. Annual Report

Por otro lado, si analizamos el pasivo no corriente dejando de lado la contabilización del leasing podemos ver que el mismo decreció un 55% en el 2019 por una caída en el rubro de otros activos no corrientes. Durante el 2018 disminuyó en un 33% explicado porque durante ese año no se generaron pasivos por litigios de pensiones. La deuda a largo plazo con entidades financieras se mantuvo relativamente constante durante todos los años cayendo en promedio un 1%.

Dentro de lo que es pasivo no corriente, las deudas financieras y los otros pasivos no corrientes representan casi el mismo porcentaje. Como se mencionó anteriormente en el año 2017 dentro de este rubro se encontraban los litigios por pensiones, lo que lo hizo variar significativamente. Mas allá de ese pasivo, podemos ver que los alquileres contractuales son en todos los periodos el pasivo con mayor proporción en este rubro, siendo en 2018 265 millones de dólares.

Gráfico 30 – Evolución pasivo no corriente

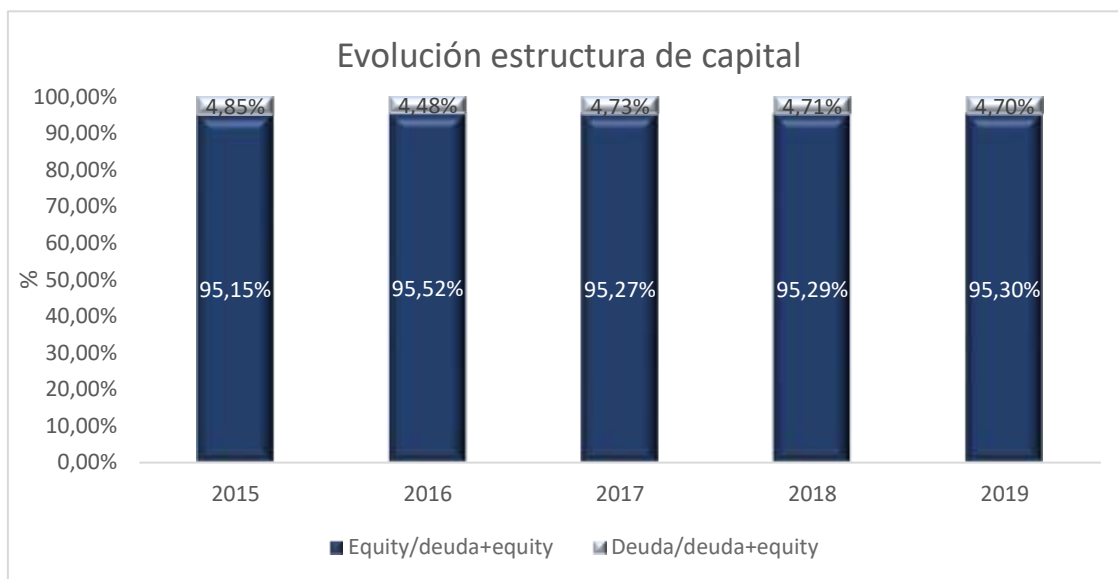


Elaboración propia - Fuente: Foot Locker Inc. Annual Report

### Evolución estructura de capital

En el gráfico de abajo podemos ver que a lo largo del periodo bajo análisis la estructura de capital se mantuvo casi constante. Siendo en promedio en todo el periodo 95,3% equity y 4,7% deuda. Esta relación se mantuvo así dado que la mayoría de los años hubo una caída tanto del valor contable del equity por re-compras de acciones como una caída del valor de la deuda contable por re-compra de deuda.

Gráfico 30 – Evolución estructura de capital



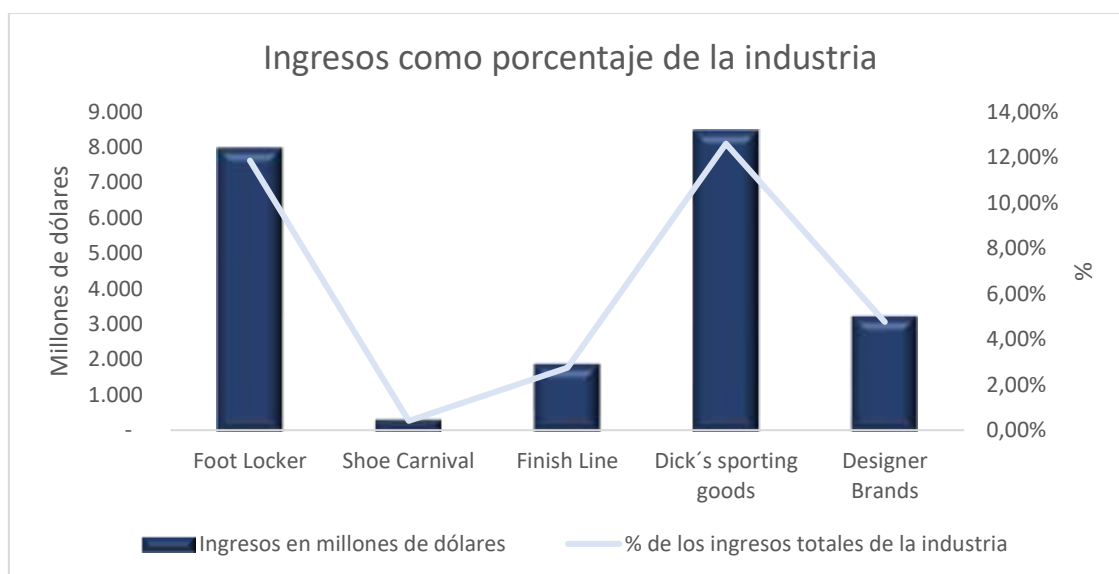
Elaboración propia en base a datos de Reporte Anual Foot Locker 2015-2019.

#### IV. Evaluación de Foot Locker vs competidores

En esta sección se analizarán los ratios financieros para Foot Locker y sus competidores. Dentro de sus competidores se encuentran: Shoe Carnival, Dick’s Sporting Goods y Designer Brands.

Los ingresos de Foot Locker representan el 11,86% de los ingresos totales de la industria porcentaje un poco menor a lo que representan los ingresos de Dick’s Sporting goods.

Gráfico 31– Ingresos como porcentaje de la industria



Elaboración propia – Fuente: Reporte Anual Foot Locker Inc., Shoe Carnival, Finish Line, Dick's Sporting Good y Desirgner Brand.

Vemos que Foot Locker posee ratios de rentabilidad mayor que el promedio de la industria. Esto estaría indicando que la empresa es más eficiente en la utilización de los activos y del capital que sus pares de mercado.

Tabla 10 – Ratios de rentabilidad

	Ratios de rentabilidad	
	Rentabilidad del capital (RN/PN)	Rentabilidad del activo (RN/A)
Foot Locker	19,85%	9,43%
Shoe Carnival	3,61%	2,63%
Dick's sporting goods	16,81%	7,64%
Designer Brands	-2,04%	-1,05%

Elaboración propia – Fuente: Reporte anual de Foot Locker, Shoe Carnival, Dick's Sporting Goods y Designer Brands.

Con respecto al EBITDA y al EBIT como porcentaje de ventas podemos ver que Foot Locker posee el mejor ratio comparado con sus competidores. Como mencionamos anteriormente Foot Locker posee ratios de rentabilidad saludables, y se pudo comprobar comparando los mismos con el resto de la industria.

Tabla 11 – Ratios de Rentabilidad

	Ratios de rentabilidad	
	EBITDA/Ventas	EBIT/Ventas
Foot Locker	10,8%	8,30%
Shoe Carnival	6,9%	5,23%
Dick’s sporting goods	7,9%	4,29%
Designer Brands	5,4%	3,56%

*Elaboración Pripia - Fuente: Reporte anual de Foot Locker, Shoe Carnival, Dick’s Sporting Goods y Designer Brands.*

Con respecto al ratio Same-store sales podemos ver que Dick’s Sporting goods lidero el ratio siendo el mismo 3,7%, es decir que esa compañía logro aumentar sus ventas en los locales ya existentes a una tasa mayor de lo que lo hizo Foot Locker. Las demás industrias tuvieron un ratio menor que Foot Locker.

Tabla 12 – Ratios de Rentabilidad

	Ratios de rentabilidad	
		Same-Store sales
Foot Locker		2,20%
Shoe Carnival		1,9%
Dick’s sporting goods		3,7%
Designer Brands		0,80%

*Elaboración Pripia - Fuente: Reporte anual de Foot Locker, Shoe Carnival, Dick’s Sporting Goods y Designer Brands.*

Con respecto a la estructura de capital el ratio de endeudamiento con respecto al patrimonio es del 5% y con respecto al activo del 3,19%, esto es considerando la única ON que tiene la empresa la cual el remanente es 122 millones de dólares. Los competidores como mencionamos anteriormente tienen un endeudamiento con respecto al patrimonio mucho mayor que el de Foot Locker siendo del 120% y del 95% y del 14%. Con respecto al activo el porcentaje no difiere tanto siendo del 54,5% y del 48,6% y 10,29%.

Por último, si comparamos el ratio de cobertura de intereses podemos observar que todas las compañías generan los ingresos suficientes como para poder cubrir los

intereses de la deuda financiera. La empresa que más ingresos genera para cubrir intereses es Foot Locker.

Tabla 13 – Ratios de estructura financiera

	Ratios de estructura financiera		
	Endeudamiento Financ. (D Fin./PN)	Nivel de Apalancamiento(D. Fin/A)	Cobertura Intereses(EBITDA/Int. Financ.)
Foot Locker	5%	3,19%	96
Shoe Carnival	14%	10,29%	81
Dick's sporting goods	120,0%	54,5%	24,11
Designer Brands	94,7%	48,6%	26,8

*Elaboración propia - Fuente : Reporte anual de Foot Locker, Shoe Carnival, Dick's Sporting Goods y Designer Brands.*

Con respecto a los ratios de gestión podemos ver que Foot Locker es la compañía con mejor poder de negociación con sus proveedores dado que sus costos variables son menores que los de sus pares en la industria. Por otro lado, es el que más rotación de inventarios tiene lo que muestra la eficiencia en su administración de activos.

Tabla 14 – Ratios de Gestión

	Ratios de Gestion	
	Costos variables/ventas	Días de inventarios
Foot Locker	68,2%	4,41
Shoe Carnival	69,1%	2,41
Dick's sporting goods	71,1%	3,08
Designer Brands	70,3%	3,9

*Elaboración propia - Fuente: Reporte anual de Foot Locker, Shoe Carnival, Dick's Sporting Goods y Designer Brands.*

## V. Valuación de Foot Locker por flujos descontados

En esta sección realizaremos la valuación cuantitativa-fundamental del capital accionario de Foot Locker al 31 de diciembre de 2019. Para poder realizar la valuación se utiliza el método de Flujos de Fondos Descontado (FFD).

El método utilizado para encontrar el valor de la empresa suma los flujos de fondos disponibles que la misma generará en el futuro y los descuenta a una tasa que

representa el coste de financiamiento de la empresa vía capital o deuda. El flujo de fondos disponible son los fondos generados por la empresa luego de pagar gastos operativos e impuestos, pero antes de pagos de intereses u otros pagos/cobros financieros.

Para poder sumar los flujos de fondos proyectados o esperados deben descontarse a la tasa apropiada para cada flujo de fondos, la misma dependerá del coste de financiación de la empresa tanto de capital como de deuda, también tendrá en cuenta la inflación esperada y el riesgo asociado con la generación de estos flujos de fondos proyectados. La tasa de descuento a utilizar será la mayormente aceptada que es el WACC<sup>15</sup>, es un promedio ponderado del costo de oportunidad de los accionistas y del costo de la deuda financiera. El costo de la deuda es la tasa de interés requerida por los acreedores para financiar a la empresa y el costo del capital accionario viene dado por la tasa de retorno sobre los aportes de capital.

El modelo por utilizar entonces calcula el valor presente de la sumatoria de los flujos de fondos disponibles proyectados, descontados al costo de capital.

$$VPN_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FF_t}{(1+r)^t} + VT_N \quad \text{con:} \quad VT_N = \frac{FF_{N+1}}{(r-g)}$$

VPN: Valor presente neto

FF: Flujos de fondos

r: Tasa de descuento

VT: Valor terminal

g: Tasa de crecimiento a perpetuidad de los flujos de fondos

## 1. Flujos de fondos disponibles

<sup>15</sup> WACC: Promedio Ponderado del Costo de Capital en español, Weighted Average Cost of Capital por sus siglas en ingles.

El flujo de fondos de la compañía son los fondos o efectivo disponible para distribuirse entre los accionistas y los acreedores de la empresa. El mismo se determina por la fórmula que sigue:

+	Ingresos sujetos a impuesto a las ganancias
-	Egresos sujetos a impuesto a las ganancias
-	Amortizaciones y Depreciaciones
=	<b>Utilidad antes de impuesto a las ganancias</b>
-	Impuesto a las ganancias
=	<b>Utilidad después de impuesto a las ganancias</b>
+	Amortizaciones y Depreciaciones
-	Inversiones en Capital de Trabajo
-	Inversiones en otros activos
=	<b>Flujos de Fondos Operativos (FFO)</b>

Son los ingresos después de impuestos sumando/restando las amortizaciones y depreciaciones que no representan movimiento de dinero y las inversiones de capital necesarias para el normal funcionamiento de la empresa.

Se parte del EBIT, ingresos menos egresos generados antes de impuestos. Luego, se le restan los impuestos y se le vuelve a adicionar lo que se descontó de amortizaciones y depreciaciones ya que solo se considera para la determinación del impuesto a pagar. Además, debemos restar la inversión necesaria de capital y el capital de trabajo.

Primeramente, se estiman los flujos de fondos esperados para los próximos 5 años entre 2020-2024 y luego se estimará el valor terminal, que viene dado para todos los flujos de fondos proyectados para los años siguientes al 2024.

Para poder proyectar los flujos de fondos es necesario estimar las condiciones de la industria y de las operaciones de la empresa. A continuación, se mencionan los supuestos que se utilizaron para la proyección del flujo de fondos.

## Proyecciones

Para poder proyectar los flujos de caja primero tenemos que detectar las principales variables que afectan las ventas de Foot Locker.

Los directivos fijaron los objetivos para el año 2023. Dentro de sus metas principales se encuentran poder penetrar el mercado asiático, como también seguir trabajando en



conjunto con sus principales proveedores Nike y adidas, seguir invirtiendo en empresas con un gran futuro y desarrollar a un más los canales electrónicos.

Las metas de la empresa para el año 2023 son tener una tasa de crecimiento compuesta (CAGR) del rango de un solo dígito medio, ventas por pie cuadrado de US\$525-us\$575, EBITDA en un rango de dos dígitos bajos, margen neto de un dígito alto y rotación de inventarios de 3-4 veces.

#### Crecimiento por región

Como se mencionó en la sección de unidades de negocios el segmento Internacional incluye los resultados en Asia, Europa, Australia y Nueva Zelanda de: Foot Locker Runners Point, Sidestep y Kids Foot Locker incluyendo comercio electrónico para cada una de las mismas. Estos segmentos se unificaron en un único segmento dado que comparten la misma base de clientes y tienen similares características económicas.

#### Asia

Para la empresa uno de sus principales objetivos es penetrar el mercado asiático motivo por el cual abrió, durante el 2018 y el 2019, nuevas tiendas tanto físicas como electrónicas. La empresa cree que en un par de años la población de edad media va a aumentar exponencialmente en esta región, lo que se traduciría en un aumento de demanda de los productos que comercializa la empresa.

Hasta el año 2018 la empresa solo reportaba dos segmentos Estados Unidos e internacional. Luego de ese año comenzarían a incluir a Asia como un segmento separado.

En el 2018 se abrieron en Asia cinco tiendas nuevas y en el 2019 se abrieron 9 tiendas más. En el 2019 las ventas por pie cuadrado aumentaron un 121%. Según la última presentación de resultados del año 2019, Foot Locker Pacific tuvo otra excepcional actuación, con resultados fuertes en calzado con ganancias de doble dígito y también un alto crecimiento de un solo dígito en lo que es indumentaria deportiva. Se espera abrir 65 nuevas tiendas en el año 2020 con parte de la inversión de US\$150 millones de dólares.

#### Europa

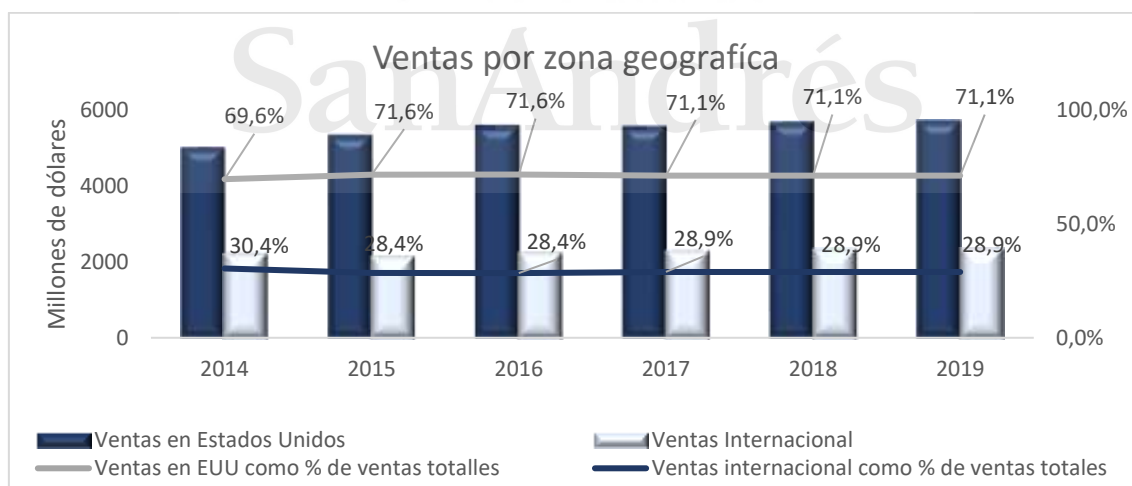
En Europa la empresa está invirtiendo en plataformas digitales y móviles. Durante el último trimestre del 2019 terminaron una actualización de la página de internet de Foot

Locker en 17 países. Esta plataforma, que fue un éxito en los canales electrónicos de América del Norte, va a ser el pie para una mejora de la experiencia del consumidor. Adicionalmente, la empresa continuó invirtiendo en espacios dedicados a las consumidoras mujeres. Terminó el 2019 con 17 espacios dedicados a mujeres en Europa.

#### Norte América (Estados Unidos y Canadá)

Norte América siempre fue la principal fuente de ventas representando en casi todo el período analizado un porcentaje del 71,1% de las ventas totales. Durante los años 2017, 2018 y 2019 este porcentaje no cambio por lo que podemos suponer que a pesar de los esfuerzos de la compañía en expandirse en regiones como la Asiática el liderazgo en ventas en Estados Unidos no va a cambiar por lo menos en el mediano plazo. En el año 2017 las ventas bajaron en 0,54%, en Estados Unidos un porcentaje no tan alto pero que podría estar mostrando la estrategia de la empresa de expandirse en nuevos lugares como Asia. En el año 2018 las ventas volvieron a crecer en esta región. Estados Unidos es un país donde Foot Locker tiene una presencia importante pero también la empresa debe invertir en tecnología e ideas innovadoras que le permitan seguir teniendo la cuota de mercado que tiene actualmente.

Gráfico 32- Ventas por zona geográfica



Fuente: Elaboración propia en base a Reporte Anual Foot Locker Inc.

#### Proyección de ventas

#### Crecimiento por producto

Se espera que el porcentaje de ventas con respecto a calzado deportivo y ropa deportiva no cambie significativamente.

El calzado deportivo ha liderado el ranking de ventas durante todos los años y ha ido ganando cada vez más terreno. En el año 2018 representaba un 83% de las ventas totales, esto es así desde el año 2015. Los años anteriores representaba entre un 76-77% pero luego tomo una relevancia aún mayor.

Las ventas de la industria del calzado deportivo global entre el 2010 y el 2015 aumentaron a un promedio del 15% pero luego las mismas fueron siendo menores para terminar en el año 2019 con una tasa de crecimiento del 9,6%. Statista proyecta que la tasa de crecimiento de la industria va a ser aún más baja, siendo una tasa CAGR del 6,9% entre el año 2019 y 2024.

El mercado global de indumentaria deportiva generó ingresos de alrededor 181 billones de dólares en 2019. Se espera que la industria continúe creciendo a tasas CAGR del 2,3% entre 2019 y 2025.

#### Crecimiento por segmento

A pesar de que las ventas en tiendas siguen siendo mayor en proporción a las ventas totales, un 83,95% en 2019, se puede observar que las ventas “directo-al-cliente” tienen una tendencia positiva y están representando porcentajes cada vez mayores con respecto a las ventas totales. En el año 2014 solo representaban un 12,1% de las ventas totales y para el año 2018 ya ese porcentaje había crecido a 16,05%. Esto es un reflejo de las inversiones que realizó la empresa en plataformas digitales y de un cambio en las formas de consumo de los clientes. El crecimiento promedio de las ventas directo al cliente fue del 9% en el período analizado. Se espera que el segmento directo a cliente siga creciendo como parte del cambio de las tendencias del consumo.

#### Ventas totales

Con el objetivo de estimar las ventas totales de Foot Locker se realizaron una serie de estimaciones a partir de datos como las ventas por pie cuadrado actuales y proyectadas por la compañía para los años siguientes y la superficie total en pie cuadrado que la

compañía tiene actualmente y se proyectó hacia adelante esa superficie teniendo en cuenta los proyectos de la compañía de abrir nuevas tiendas.

Por un lado, vemos que actualmente las ventas por pie cuadrado son US\$510, dado que la empresa proyecta que las ventas por pie cuadrado estén en un rango de US\$525-575 para el 2024, para el escenario base se proyectó llegar a US\$525 por pie cuadrado para el 2024. Es decir, que se espera que la empresa pueda mantener o aumentar el volumen de ventas, pero a su vez se espera que mejoren los precios de ventas como consecuencia de que el principal proveedor de la compañía rompió el trato que había cerrado con Amazon, lo cual en su momento produjo que la empresa tuviera que bajar los precios de ventas para mantener el volumen vendido, en este caso la noticia debería incidir favorablemente tanto en el volumen como en el precio. Para el escenario optimista se utilizó US\$575 para el 2024 en línea con los objetivos del management y US\$495 para el escenario pesimista, es decir en el escenario pesimista se vuelve a los niveles del año 2017 en este caso se está previendo que la compañía es altamente dependiente de sus principales proveedores y cualquier cambio en los términos de la relación de los proveedores para con la empresa o para con algún competidor podría perjudicar significativamente los resultados financieros de la empresa.

Por otro lado, se calculó cual es la superficie actual en pie cuadrados que posee la compañía, cual es la superficie promedio por tienda y luego en base a la proyección de la empresa de abrir hasta el 2024 por año un rango de tiendas entre 20-40 por año. En este caso se tomó 30 tiendas por año para el escenario base, 40 para el optimista y 20 para el pesimista.

Los resultados se pueden observar en las tablas de abajo. En promedio se proyectó un crecimiento de las ventas de 3,71% en el escenario optimista, 1,53% en el escenario base y 0,03% en el pesimista.

**Tabla 15 – Crecimiento proyectado de ventas escenario base**

	Escenario base					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Ventas por pie cuadrado en US\$	510	513	516	519	522	525
Superficie total-pie cuadrado (millones)	15,70	15,85	16,00	16,15	16,30	16,45
Ventas totales	8.005	8.129	8.254	8.380	8.507	8.635
Variación	0,83%	1,55%	1,54%	1,53%	1,52%	1,51%

*Elaboración propia en base a datos Reporte Anual Foot Locker 2019 y Foot Locker Q42019 Earnings webcats.*

**Tabla 16 – Crecimiento proyectado de ventas escenario optimista**

	Escenario optimista					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Ventas por pie cuadrado en US\$	510	522	535	548	561	575
Superficie total-pie cuadrado (millones)	15,70	15,90	16,10	16,30	16,50	16,70
Ventas totales	8.005	8.304	8.613	8.932	9.262	9.602
Crecimiento proyectado		3,74%	3,72%	3,70%	3,69%	3,67%

*Elaboración propia en base a datos Reporte Anual Foot Locker 2019 y Foot Locker Q42019 Earnings webcats.*

**Tabla 17 - Crecimiento proyectado de ventas escenario pesimista**

	Escenario pesimista					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Ventas por pie cuadrado en US\$	510	507	504	501	498	495
Superficie total-pie cuadrado (millones)	15,70	15,80	15,90	16,00	16,10	16,20
Ventas totales	8.005	8.008	8.011	8.014	8.016	8.018
Crecimiento proyectado		0,04%	0,04%	0,03%	0,03%	0,02%

*Elaboración propia en base a datos Reporte Anual Foot Locker 2019 y Foot Locker Q42019 Earnings webcats.*

**Márgenes, Costo de mercaderías vendidas y gastos de administración y comercialización**

El crecimiento o decrecimiento por mejora o empeoramiento de los márgenes depende estrechamente en que la empresa pueda sostener la relación con sus proveedores y los terratenientes a quienes se les alquilan las propiedades donde están situadas las tiendas. Para el escenario base se proyectó una mejora del margen de EBIT ya que como se comentó anteriormente se espera que la empresa pueda aumentar el precio de venta de los productos y el volumen vendido, esto es así dado que a finales de noviembre se conoció que Nike dejaba de comercializar directamente en Amazon. Por lo cual, el porcentaje de CMV sobre ventas se llevó lentamente a los niveles del año 2016, 1 año antes de que Nike comenzara a comercializar directamente en Amazon. Por otro lado, ya que la empresa anunció que seguirá invirtiendo en tecnología e infraestructura es que se proyectó que los gastos de administración y comercialización como porcentaje de ventas van a seguir aumentando a un ritmo menor que el actual, pero en aumento. Esto genera una mejora en el margen EBIT progresiva pasando de ser 8,26% en 2019 para ser 9,25% en 2024.

En el caso del escenario pesimista se proyecta una contracción del margen del EBIT finalizando en el año 2024 en 6,77%, ocasionado por un deterioro en la relación precio de venta – costo de mercadería vendida, se proyectó que los CMV sobre ventas en el año 2024 terminan en niveles del 2017 y además se proyectó un crecimiento en los gastos de comercialización y administración dada la estrategia de la empresa de seguir expandiendo el segmento directo al cliente.

Por último, para el escenario optimista se proyectó en concordancia con las proyecciones del management ya que el mismo estimo llegar al año 2024 con márgenes de EBIT de dos dígitos bajos. En este caso se llegaría al 2024 con un margen de EBIT del 10,18%, ocasionado por una mejora en la relación CMV/ventas y un aumento de los gastos de administración y comercialización.

#### Activos, gastos de capital, depreciación y amortización

Se realiza una estimación de los activos no corrientes, los gastos de capital y la depreciación y amortización conjuntamente ya que son variables interrelacionadas.

Como el objetivo de esta sección es estimar conjuntamente los activos no corrientes con las depreciaciones, se excluyeron del análisis los activos fiscales diferidos y se determinó cual fue el porcentaje histórico de depreciaciones sobre activos no corrientes y se tomó el promedio del mismo que fue el 15,13%.

Para el CAPEX se utilizó lo que la empresa anuncio lo que iba a invertir en el 2020 y para los demás años se utilizó el promedio histórico de CAPEX sobre activo no corriente del 19%.

## Capital de trabajo

Por último, se proyectó la variación del capital del trabajo entre 2020 y el 2024. Esto se hizo a partir de la evolución histórica de los activos corrientes y pasivos corrientes, utilizando el porcentaje de activos corrientes sobre ventas y pasivos corrientes sobre costo de mercaderías vendidas. En el primer caso fue de 32,6% y en el segundo de 14,7%.



Universidad de  
**San Andrés**

Tabla 18 – Capital de trabajo

ANÁLISIS DE CAPITAL DE TRABAJO										
	HISTORICO					PROYECTADO				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Activos Corrientes</b>										
Efectivo y equivalentes	1021	1046	849	891	907					
Créditos por ventas	95	102	106	107	107					
Otros créditos	205	178	318	251	164					
Inventarios	1285	1307	1278	1269	1208					
<b>Total</b>	<b>2.606</b>	<b>2.633</b>	<b>2.551</b>	<b>2.518</b>	<b>2.386</b>	<b>2.642</b>	<b>2.824</b>	<b>3.019</b>	<b>3.227</b>	<b>3.450</b>
<b>Pasivos Corrientes</b>										
Proveedores	279	249	258	387	333					
Otras deudas	183	193	194	201	343					
Deudas sociales y fiscales	238	170	164	176	518					
<b>Total</b>	<b>700</b>	<b>612</b>	<b>616</b>	<b>764</b>	<b>1.194</b>	<b>819</b>	<b>865</b>	<b>925</b>	<b>989</b>	<b>1.057</b>
<b>Capital de trabajo operativo</b>	<b>1706</b>	<b>1.906</b>	<b>2.021</b>	<b>1.935</b>	<b>1.754</b>	<b>1.192</b>	<b>1.822</b>	<b>1.959</b>	<b>2.094</b>	<b>2.238</b>
<b>Variación del capital de trabajo</b>	<b>200</b>	<b>115</b>	<b>(86)</b>	<b>(181)</b>	<b>(562)</b>	<b>630</b>	<b>136</b>	<b>135</b>	<b>144</b>	<b>154</b>
Activo corriente como % de ventas	35%	34%	33%	32%	30%	33%				
Pasivo Corriente como % CMV	14%	12%	12%	14%	22%	15%				

Elaboración propia - Fuente: Reporte anual de Foot Locker.



### Tasa de descuento de los flujos de fondos

Para poder obtener la tasa de descuento de los flujos de fondos deberíamos obtener la tasa que tenga en cuenta el costo de recibir fondos tanto de los accionistas como de los que financiaron mediante deuda a la empresa.

Para poder calcular este costo debemos tener en cuenta que los acreedores reciben intereses y los accionistas reciben dividendos en el caso de empresas que paguen dividendos y además reciben una ganancia que viene dada por el aumento del precio de la acción de la compañía. El costo de capital debe incluir tanto el costo de la deuda como el costo de capital propio. Por lo tanto, el WACC se calculó como el promedio ponderado del costo de la deuda y del capital propio.

$$WACC = R_d(1-t)D/(D+C) + R_c C/(D+C)$$

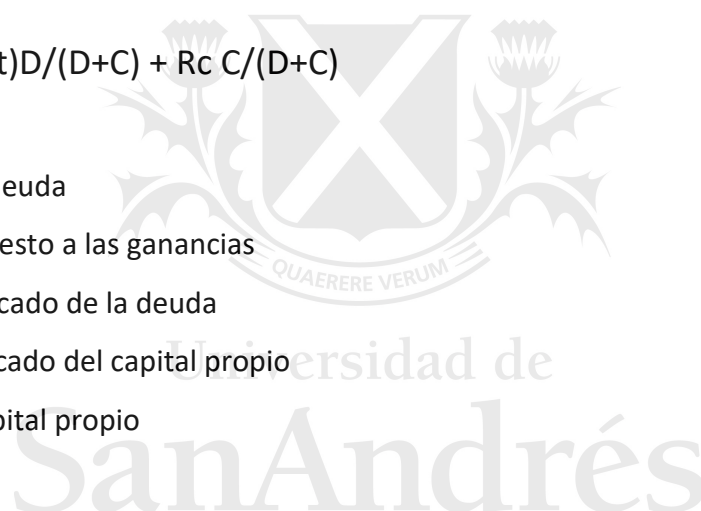
$R_d$ : Costo de la deuda

$t$ : Tasa del impuesto a las ganancias

$D$ : Valor de mercado de la deuda

$C$ : Valor de mercado del capital propio

$R_c$ : Costo del capital propio



### Costo de capital Propio

Para estimar el costo de capital propio se utilizó el modelo de CAPM<sup>16</sup>. El modelo plantea que el costo del capital propio es igual a la tasa libre de riesgo más el riesgo sistemático del capital propio por la prima de riesgo de mercado.

$$R_d = R_f + \beta * MRP$$

<sup>16</sup> CAPM: Capital Asset Pricing Model por sus siglas en inglés, valoración de activos financieros en español.

R<sub>c</sub>: Costo de capital propio

R<sub>f</sub>: Tasa libre de riesgo

B: Riesgo sistemático

MRP: Prima de riesgo de mercado

### Tasa libre de riesgo

La tasa libre de riesgo es el rendimiento teórico de una inversión con riesgo cero. Representa la tasa de interés que un inversor espera de una inversión sin nada de riesgo por un rango específico de tiempo. Esta tasa se puede obtener de la tasa de rendimiento de los bonos del gobierno de Estados Unidos con igual duración a la inversión que estamos calculando. En teoría sería la tasa mínima que un inversor estaría dispuesto a aceptar dado que no aceptaría más riesgo sin un aumento en la tasa de retorno. En la práctica se utiliza la tasa de los bonos del Gobierno de Estados Unidos a 3 meses.

Como la valuación de Foot Locker estimamos que la empresa va a seguir activa por más de 10 años y dado que el bono de 10 años es el que posee el beta más cercana a cero se decidió utilizar esa tasa libre de riesgo a la fecha más cercana de valuación de la empresa.

Universidad de

Tabla 19 – Tasa libre de riesgo

martes, 31 de diciembre de 2019	
Tasa Libre de Riesgo	1,92%

*Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos*

### Prima de riesgo

La prima de riesgo del mercado es la diferencia entre la tasa de rendimiento del mercado y la tasa de rendimiento libre de riesgo. En este caso la tasa de rendimiento del mercado se tomó como referencia el índice S&P 500. Una de las metodologías más usadas ampliamente es utilizar información de series históricas.

Por lo tanto, para calcular la tasa de rendimiento del S&P 500 se utilizaron datos históricos de los rendimientos anuales de los últimos 60 años, los mismos incluían dividendos, luego se realizó la media geométrica.

Tabla 20 – Prima de riesgo

	Últimos 60 años
Tasa de Rendimiento S&P 500	9,78%
Tasa Libre de Riesgo	1,92%
Prima de Riesgo	7,86%

*Elaboración propia - Fuente: Damodaran, A. Online Database: Historical Returns: Stocks, T.Bonds & T.Bills With Premiums.*

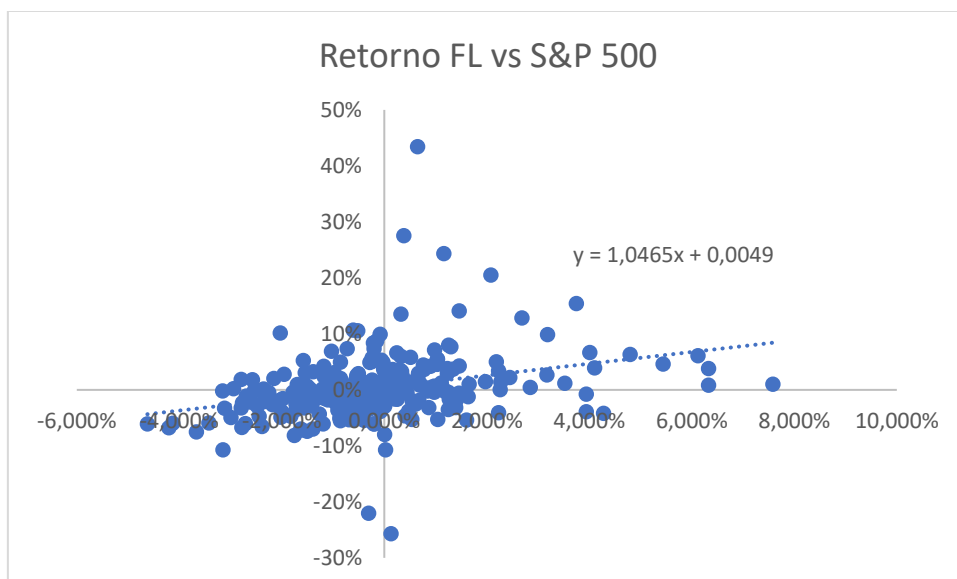
### Beta

El coeficiente Beta puede medir la volatilidad de una acción individual comparada con el mercado. Beta describe la relación entre el riesgo sistemático y el retorno esperado para los activos, particularmente acciones.

Para calcular el beta de Foot Locker se utilizó la cotización de la acción en el mercado que cotiza, NYSE. Se utilizaron los retornos semanales de los últimos 5 años (Dic. 2014 – Dic 2019). Además, se utilizó el rendimiento semanal del índice S&P 500 para el mismo período de tiempo. Para poder estimar el beta se utilizó el modelo de regresión lineal simple.

$$\text{Rendimiento Foot Locker} = \alpha + \beta_{FL} * \text{Rendimiento S\&P 500}$$

Gráfico 31- Retorno FL vs S&P500



Elaboración propia – Fuente: Reporte Anual Foot Locker Inc.

El gráfico muestra los retornos de Foot Locker vs los retornos del índice S&P 500. El coeficiente beta que sale de la regresión realizada con los datos de los últimos 5 años es 1,0465.

#### Estructura de capital

Con respecto a la estructura de capital se utilizaron los estados contables al 31 de diciembre del 2019 para obtener el valor contable de la deuda financiera y se utilizó el valor del capital propio a precio de mercado. La estructura de capital se conforma de 4,9% de deuda financiera y 95,3% de capital propio.

#### Costo de la deuda

Foot Locker solo tiene emitido un bono en el año 1992 el cual vence en el año 2022. El mismo se emitió con una tasa de cupón del 8,5%, el valor total emitido fue 200 millones de dólares, aunque la empresa ha realizado re-compras de la deuda teniendo actualmente un remanente de 122 millones de dólares. La YTM calculada con el último precio de cotización del bono, US\$122,3, es 7,84%, esa misma tasa de rendimiento es la que se utiliza como costo de la deuda, el bono tiene un rating crediticio de bb+ según

Standard and Poor's lo cual significa que es un bono basura o junk bond en ingles y la YTM utilizada se encuentra en los rangos de la YTM de bonos de ese estilo.



Universidad de  
**San Andrés**

La siguiente tabla ilustra como se calculó el costo de capital promedio:

Tabla 21 – Caculo WACC

Estructura del Capital		Costo de la Deuda (Kd)	
Deuda LP / Equity	4,9%	Costo de la Deuda de LP de la Compañía <sup>(4)</sup>	7,84%
Deuda / (Equity + Deuda )	4,7%	Tasa de Impuestos (Tax Rate)	37,0%
Equity / (Equity + Deuda )	95,3%	Costo de la Deuda de LP after Taxes	4,94%
Costo del Capital Propio (Ke)		WACC	
Tasa libre de riesgo <sup>(1)</sup>	1,9%	Costo del Capital Propio (Ke)	10,15%
		After Tax Cost of Debt	4,94%
Prima de la Industria			
Beta Foot Locker	1,05		
Prima de mercado <sup>(3)</sup>	7,860%		
		<b>WACC</b>	<b>9,90%</b>

Elaboración propia - Fuente: Reporte Anual Foot Locker, FED, Investing

En el cuadro de arriba se ilustra como se calculó el costo de capital propio, WACC, para la compañía. El mismo es del 9,90% y es el que se utilizará para la valuación de la empresa.

#### Valor terminal

Para estimar el valor terminal de la compañía se utilizó la tasa de descuento del 9,90%, los flujos de fondos libres de la compañía al 2024 y la tasa de crecimiento a perpetuidad. La tasa de crecimiento a perpetuidad se obtiene a partir del crecimiento esperado de la economía en términos nominales, la misma sería del 3,8%. Esta se compone de un crecimiento en términos reales del 1,8% y de un 2% de inflación proyectada.

#### Valuación por flujos de fondos descontados

Para la valuación se utilizaron 3 escenarios, un escenario principal, un escenario optimista y un escenario pesimista.

La valuación se realizó al 31 de diciembre del 2019 y se construyó en base a:

1. Tasa de descuento, WACC, del 9,90%;
2. Flujos de fondos disponibles en dólares nominales estimados para los años 2020-2024
3. Valor terminal a partir del 2024 hasta la perpetuidad.

#### Escenario base

1. Tasa WACC 9,90%
2. Crecimiento ventas promedio del 1,53%
3. Same-store sales 3,5%
4. Margen EBIT/Ventas 2025 9,25%
5. CMV/Ventas 2024 66%

#### Escenario optimista

1. Tasa WACC 9,90%
2. Crecimiento de ventas promedio del 3,71%
3. Same-store sales 4,6%
4. Margen EBIT/Ventas 2025 10,18%
5. CMV/Ventas 2024 65,55%

Escenario Pesimista:

1. Tasa WACC 9,90%
2. Crecimiento de ventas promedio del 0,03%
3. Same-store sales 1,4%
4. Margen EBIT/Ventas 2025 6,77%
5. CMV/Ventas 2024 68,4%



Universidad de  
**San Andrés**



Tabla 22 – valuación Foot Locker

<b>Foot Locker</b>	<b>Escenario base</b>	<b>Escenario optimista</b>	<b>Escenario pesimista</b>
<b>Fecha de Valuación</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2019</b>
<b>Tasa de crecimiento 2020-2024</b>	<b>1,53%</b>	<b>3,71%</b>	<b>0,03%</b>
<b>Tasa de crecimiento perpetuidad</b>	<b>3,80%</b>	<b>3,80%</b>	<b>3,80%</b>
<b>WACC</b>	<b>9,90%</b>	<b>9,90%</b>	<b>9,90%</b>
Valor presente de flujos de fondos 2020-2024	633	733	383
Valor presente de flujos de fondos perpetuidad	3.636	4.338	2.255
<b>Valor firma Foot Locker</b>	<b>4.269</b>	<b>5.071</b>	<b>2.638</b>
<b>Valor capital accionario Foot Locker</b>	<b>5.054</b>	<b>5.856</b>	<b>3.423</b>
Cantidad de acciones	104	104	104
Precio por acción	48,5	56,2	32,9

Elaboración propia - Fuente: Reporte Anual Foot Locker

Universidad de  
San Andrés

## VI. Valuación de Foot Locker por múltiplos

En esta sección se realizará la valuación de Foot Locker a través del método de valuación por múltiplos. Este método estima el valor de un activo en base a la valuación en el mercado de activos de similares características.

Se identificaron compañías que cotizan en bolsa y que realizan actividades similares a Foot Locker. Luego, se seleccionaron múltiplos de valuación y se estimó el valor de mercado del capital accionario.

Las empresas seleccionadas son: Shoe Carnival Inc.; Designer Brand Inc.; Genesco; Zumiez Inc. En la tabla de abajo se muestra diferentes múltiplos seleccionados para comparar las empresas con Foot Locker.

Para poder seleccionar el múltiplo a utilizar se debe tener en cuenta las características de la empresa y de la industria. En el caso de la industria del comercio minorista los múltiplos utilizados generalmente son Enterprise value<sup>17</sup> sobre las ventas totales o Enterprise value sobre EBITDA. En este caso hemos decidido utilizar EV sobre EBITDA aunque en el apéndice también se incluye el análisis de EV sobre ventas totales.

Si se observa el indicador de EV/EBITDA de Foot Locker, 3,83, podemos ver que el mismo es bastante más bajo que el promedio de la industria, 6,52, lo que podría estar indicando que la empresa está subvaluada. Esto mismo se puede verificar al realizar la valuación por múltiplos que se muestra más abajo dado que el precio de la acción al 31 de diciembre de 2019 era US\$38,99 y la valuación da en un rango de precios entre US\$48-58.

---

<sup>17</sup> Enterprise value: Valor de la empresa

Tabla 23 - Valuación por múltiplos

Compañía	EV/VENTAS	EV/EBITDA	CAGR venta 5 años	Margen EBITDA	Margen operativo	ROE
Zumiez Inc	0,7056	7,162	6,49%	10,76%	8,30%	15,99%
Shoe Carnival	0,4804	7,097	1,32%	6,94%	5,23%	14,33%
Dick's sporting goods	0,5769	6,866	3,77%	7,94%	4,29%	16,64%
Genesco	0,3322	4,957	-7,66%	6,16%	4,40%	9,67%
Promedio	0,5238	6,52	0,98%	7,95%	5,56%	14,16%
Foot Locker	0,4289	3,83	1,94%	10,76%	8,87%	19,85%

Elaboración propia - Fuente: Ycharts

La siguiente tabla nos muestra la valuación por Múltiplos de Foot Locker. El precio por acción estimado al 31 de diciembre de 2019 para Foot Locker está en un rango de US\$48-58.

Además, se realizó un análisis de sensibilidad tanto para el valor del capital accionario como para el precio de la acción. El rango de múltiplos seleccionados fue de 4x a 8x dando un resultado de precios en el rango de US\$ 29-86.

Tabla 26 - Análisis de sensibilidad Precio

EV/EBITDA						
EBITDA		4x	5x	6X	7X	8X
796		29,4	29,4	44,7	52,3	59,9
863		32,0	32,0	48,5	56,8	65,1
930		34,5	34,5	52,4	61,3	70,2
1033		38,5	38,5	58,3	68,2	78,1
1135		42,4	42,4	64,2	75,1	86,0

Elaboración propia

APENDICE 1 – Flujos de Fondos escenario base

Foot Locker											
	HISTORICO					PROYECTADO					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Valor terminal
	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	
Ventas	7.412	7.766	7.782	7.939	8.005	8.129	8.254	8.380	8.507	8.635	
CMV	(4.907)	(5.130)	(5.326)	(5.411)	(5.462)	(5.510)	(5.559)	(5.607)	(5.655)	(5.703)	
<b>Resultado Bruto</b>	<b>2.505</b>	<b>2.636</b>	<b>2.456</b>	<b>2.528</b>	<b>2.543</b>	<b>2.618</b>	<b>2.695</b>	<b>2.773</b>	<b>2.852</b>	<b>2.932</b>	
Gastos de Comercialización y administración	(1.415)	(1.472)	(1.501)	(1.614)	(1.650)	(1.679)	(1.708)	(1.738)	(1.768)	(1.798)	
Otros gastos	(105)	(6)	(211)	(37)	(65)	(89)	(91)	(92)	(94)	(95)	
Amortizaciones	(148)	(158)	(173)	(178)	(179)	(193)	(207)	(222)	(237)	(253)	
<b>Ingresos operativos</b>	<b>837</b>	<b>1.000</b>	<b>571</b>	<b>699</b>	<b>649</b>	<b>657</b>	<b>689</b>	<b>721</b>	<b>754</b>	<b>786</b>	
Rdo. por tenencia	(4)	(6)	(5)	(5)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	
<b>EBIT</b>	<b>841</b>	<b>1.006</b>	<b>576</b>	<b>704</b>	<b>661</b>	<b>669</b>	<b>701</b>	<b>733</b>	<b>766</b>	<b>798</b>	
Intereses financieros	4	2	(2)	(9)	(11)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>837</b>	<b>1.004</b>	<b>578</b>	<b>713</b>	<b>672</b>	<b>634</b>	<b>666</b>	<b>699</b>	<b>732</b>	<b>764</b>	
Impuestos 37%	(296)	(340)	(294)	(172)	(181)	(235)	(247)	(259)	(271)	(283)	
<b>Resultado Neto</b>	<b>541</b>	<b>664</b>	<b>284</b>	<b>541</b>	<b>491</b>	<b>400</b>	<b>420</b>	<b>440</b>	<b>461</b>	<b>482</b>	
Amortizaciones	148	148	158	173	179	193	207	222	237	253	
Variación de capital de trabajo	(200)	(115)	86	181	562	(644)	(34)	(34)	(34)	(35)	
Inversiones en capital	(225)	(228)	(266)	(274)	(235)	(275)	(302)	(322)	(344)	(368)	
<b>Total de flujos de fondos operativos</b>	<b>264</b>	<b>469</b>	<b>262</b>	<b>621</b>	<b>997</b>	<b>(326)</b>	<b>292</b>	<b>306</b>	<b>319</b>	<b>332</b>	
Dividendos	(139)	(147)	(157)	(158)	(164)						
Re-compra de acciones	-	(432)	(477)	(376)	(337)						
Tasa WACC						9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%
<b>Valor presente</b>						<b>(297)</b>	<b>244</b>	<b>236</b>	<b>229</b>	<b>222</b>	<b>3.636</b>
<b>Valor de Foot Locker</b>	<b>4.270</b>										
Valor deuda LP	122										
Caja y equivalentes	907										
<b>Valor capital accionario Foot Locker</b>	<b>5.055</b>										
<b>EBIT % ventas</b>	<b>11,35%</b>	<b>12,95%</b>	<b>7,40%</b>	<b>8,87%</b>	<b>8,26%</b>	<b>8,23%</b>	<b>8,49%</b>	<b>8,75%</b>	<b>9,00%</b>	<b>9,25%</b>	

APENDICE 2 – Flujos de Fondos escenario optimista

Foot Locker											
	HISTORICO					PROYECTADO					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Valor terminal
	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	
Ventas	7.412	7.766	7.782	7.939	8.005	8.304	8.613	8.932	9.262	9.602	
CMV	(4.907)	(5.130)	(5.326)	(5.411)	(5.462)	(5.621)	(5.783)	(5.950)	(6.120)	(6.294)	
<b>Resultado Bruto</b>	<b>2.505</b>	<b>2.636</b>	<b>2.456</b>	<b>2.528</b>	<b>2.543</b>	<b>2.683</b>	<b>2.830</b>	<b>2.983</b>	<b>3.142</b>	<b>3.308</b>	
Gastos de Comercialización y administración	(1.415)	(1.472)	(1.501)	(1.614)	(1.650)	(1.713)	(1.777)	(1.844)	(1.913)	(1.984)	
Otros gastos	(105)	(6)	(211)	(37)	(65)	(91)	(95)	(98)	(102)	(106)	
Amortizaciones	(148)	(158)	(173)	(178)	(179)	(193)	(207)	(222)	(237)	(253)	
<b>Ingresos operativos</b>	<b>837</b>	<b>1.000</b>	<b>571</b>	<b>699</b>	<b>649</b>	<b>686</b>	<b>751</b>	<b>819</b>	<b>890</b>	<b>965</b>	
Rdo. por tenencia	(4)	(6)	(5)	(5)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	
<b>EBIT</b>	<b>841</b>	<b>1.006</b>	<b>576</b>	<b>704</b>	<b>661</b>	<b>698</b>	<b>763</b>	<b>831</b>	<b>902</b>	<b>977</b>	
Intereses financieros	4	2	(2)	(9)	(11)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>837</b>	<b>1.004</b>	<b>578</b>	<b>713</b>	<b>672</b>	<b>664</b>	<b>728</b>	<b>797</b>	<b>868</b>	<b>943</b>	
Impuestos	37%	(296)	(340)	(294)	(172)	(181)	(246)	(269)	(295)	(321)	(349)
<b>Resultado Neto</b>	<b>541</b>	<b>664</b>	<b>284</b>	<b>541</b>	<b>491</b>	<b>418</b>	<b>459</b>	<b>502</b>	<b>547</b>	<b>594</b>	
Amortizaciones	148	148	158	173	179	193	207	222	237	253	
Variación de capital de trabajo	(200)	(115)	86	181	562	(644)	(75)	(78)	(81)	(84)	
Inversiones en capital	(225)	(228)	(266)	(274)	(235)	(275)	(302)	(322)	(344)	(368)	
<b>Total de flujos de fondos operativos</b>	<b>264</b>	<b>469</b>	<b>262</b>	<b>621</b>	<b>997</b>	<b>(307)</b>	<b>289</b>	<b>323</b>	<b>359</b>	<b>396</b>	
Dividendos	(139)	(147)	(157)	(158)	(164)						
Re-compra de acciones	-	(432)	(477)	(376)	(337)						
Tasa WACC						9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%
<b>Valor presente</b>						<b>(280)</b>	<b>242</b>	<b>249</b>	<b>257</b>	<b>265</b>	<b>4.338</b>
<b>Valor de Foot Locker</b>	<b>5.071</b>										
Valor deuda LP	122										
Caja y equivalentes	907										
<b>Valor capital accionario Foot Locker</b>	<b>5.856</b>										
<b>EBIT % ventas</b>	<b>11,35%</b>	<b>12,95%</b>	<b>7,40%</b>	<b>8,87%</b>	<b>8,26%</b>	<b>8,41%</b>	<b>8,85%</b>	<b>9,30%</b>	<b>9,74%</b>	<b>10,18%</b>	

APENDICE 3 – Flujos de Fondos escenario pesimista

Foot Locker											
	HISTORICO					PROYECTADO					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Valor terminal
	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	US\$ MM	
Ventas	7.412	7.766	7.782	7.939	8.005	8.008	8.011	8.014	8.016	8.018	
CMV	(4.907)	(5.130)	(5.326)	(5.411)	(5.462)	(5.467)	(5.472)	(5.476)	(5.480)	(5.484)	
<b>Resultado Bruto</b>	<b>2.505</b>	<b>2.636</b>	<b>2.456</b>	<b>2.528</b>	<b>2.543</b>	<b>2.541</b>	<b>2.539</b>	<b>2.538</b>	<b>2.536</b>	<b>2.533</b>	
Gastos de Comercialización y administración	(1.415)	(1.472)	(1.501)	(1.614)	(1.650)	(1.652)	(1.655)	(1.657)	(1.659)	(1.661)	
Otros gastos	(105)	(6)	(211)	(37)	(65)	(88)	(88)	(88)	(88)	(88)	
Amortizaciones	(148)	(158)	(173)	(178)	(179)	(193)	(207)	(222)	(237)	(253)	
<b>Ingresos operativos</b>	<b>837</b>	<b>1.000</b>	<b>571</b>	<b>699</b>	<b>649</b>	<b>608</b>	<b>589</b>	<b>571</b>	<b>552</b>	<b>531</b>	
Rdo. por tenencia	(4)	(6)	(5)	(5)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	
<b>EBIT</b>	<b>841</b>	<b>1.006</b>	<b>576</b>	<b>704</b>	<b>661</b>	<b>620</b>	<b>601</b>	<b>583</b>	<b>564</b>	<b>543</b>	
Intereses financieros	4	2	(2)	(9)	(11)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>837</b>	<b>1.004</b>	<b>578</b>	<b>713</b>	<b>672</b>	<b>585</b>	<b>567</b>	<b>549</b>	<b>530</b>	<b>509</b>	
Impuestos	37%	(296)	(340)	(294)	(172)	(181)	(217)	(210)	(203)	(196)	(188)
<b>Resultado Neto</b>	<b>541</b>	<b>664</b>	<b>284</b>	<b>541</b>	<b>491</b>	<b>369</b>	<b>357</b>	<b>346</b>	<b>334</b>	<b>321</b>	
Amortizaciones	148	148	158	173	179	193	207	222	237	253	
Variación de capital de trabajo	(200)	(115)	86	181	562	(644)	(0)	(0)	(0)	(0)	
Inversiones en capital	(225)	(228)	(266)	(274)	(235)	(275)	(302)	(322)	(344)	(368)	
<b>Total de flujos de fondos operativos</b>	<b>264</b>	<b>469</b>	<b>262</b>	<b>621</b>	<b>997</b>	<b>(357)</b>	<b>263</b>	<b>245</b>	<b>226</b>	<b>206</b>	
Dividendos	(139)	(147)	(157)	(158)	(164)						
Re-compra de acciones	-	(432)	(477)	(376)	(337)						
Tasa WACC						9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%	9,90%
<b>Valor presente</b>						<b>(325)</b>	<b>219</b>	<b>189</b>	<b>162</b>	<b>138</b>	<b>2.255</b>
<b>Valor de Foot Locker</b>	<b>2.638</b>										
Valor deuda LP	122										
Caja y equivalentes	907										
<b>Valor capital accionario Foot Locker</b>	<b>3.423</b>										
<b>EBIT % ventas</b>	<b>11,35%</b>	<b>12,95%</b>	<b>7,40%</b>	<b>8,87%</b>	<b>8,26%</b>	<b>7,74%</b>	<b>7,51%</b>	<b>7,28%</b>	<b>7,03%</b>	<b>6,77%</b>	

## APENDICE 4 – valuación por múltiplos

Tabla 25 - Análisis de sensibilidad valuación capital accionario

EBITDA - EV/EBITDA	4x	5x	6X	7X	8X
796	3062	3062	4654	5450	6246
863	3330	3330	5056	5919	6782
930	3598	3598	5458	6388	7318
1033	4010	4010	6076	7109	8142
1135	4418	4418	6688	7823	8958

Elaboración propia.

Tabla - Valuacion por múltiplos valor del capital accionario

VENTAS - EV/VENTAS	0,3X	0,4X	0,5X	0,6X	0,7X
8122	3.222	4.034	4.846	5.658	6.470
8173	3.237	4.054	4.872	5.689	6.506
8224	3.252	4.075	4.897	5.719	6.542
8274	3.267	4.095	4.922	5.749	6.577
8324	3.282	4.115	4.947	5.779	6.612



VENTAS - EV/VENTAS	0,3X	0,4X	0,5X	0,6X	0,7X
8122	30,9	38,7	46,5	54,3	62,1
8173	31,1	38,9	46,8	54,6	62,4
8224	31,2	39,1	47,0	54,9	62,8
8274	31,4	39,3	47,2	55,2	63,1
8324	31,5	39,5	47,5	55,5	63,5

Elaboración propia



Universidad de  
**San Andrés**

## APENDICE 5 – GLOSARIO

**CAGR:** Compound Annual Growth Rate por sus siglas en inglés, tasa de crecimiento anual compuesta, en español.

**Running:** Segmento de artículos especializados para correr.

**ROE:** Return on equity por sus siglas en inglés; rentabilidad del capital en español

**Performance:** Desempeño.

**CAPEX:** por sus siglas en inglés capital expenditure, en español hace referencia a la inversión en activos o inversiones de capital.

**CAPM:** por sus siglas en inglés Capital Asset Pricing Model, es un modelo de valoración de activos financieros

**D/ (D+E):** ratio de deuda sobre el valor de la firma.

**DCF:** discounted Cash-Flow por sus siglas en inglés, flujo de fondos descontados en español.

**Debt:** deuda

**EBITDA:** Earnings Before Interest and Taxes por sus siglas en inglés ganancia antes de intereses e impuestos en español.

**EBITDA:** Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization por sus siglas en inglés, ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones en español.

**Equity:** capital propio.

**EV:** Enterprise value por sus siglas en inglés, valor de la empresa en el mercado en español.

**Retail:** comercios minoristas.

**Management:** Directorio.

**Same-store sales:** Es un ratio que mide la variación de las ventas de un año a otro en los locales que estaban ya abiertos del año anterior y que permanecieron abiertos.

**Shares:** Acciones.

**Stocks:** niveles de inventario.

**WACC:** Weighted Average Cost of Capital por sus siglas en inglés, costo promedio ponderado de capital.

## APENDICE 6 - Referencias bibliográficas

### Académica

- Damodaran, Aswath. 2001. *Corporate Finance: Theory and Practice*. 2001.
- Damodaran, Aswath. *Estimating Risk free Rates*.
- Damodaran, Aswath. *Online Database: Historical Returns: Stocks, T.Bonds & T.Bills With remiums*.
- Duff & Phelps. 2016. *Valuation Handbook: Industry Cost of Capital*.
- Eugene F. Fama & Kenneth R. French. 2004. *The capital Asset Pricing Model. Journal of Economic Perspectives (volumen 18), 25-46*.
- John Wiley a& sons. 2005. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*

### Informes institucionales y páginas web

- Dick's Sporting Goods Reporte Anual 2020. 1 de Febrero 2020.
- Foot Locker Inc. Reporte Anual 2016. 3 de Febrero 2017.
- Foot Locker Inc. Reporte Anual 2017. 3 de Febrero 2018.
- Foot Locker Inc. Reporte Anual 2018. 2 de Febrero 2019.
- Foot Locker Inc. Reporte Anual 2019. 1 de Febrero 2020.
- Genesco Reporte Anual 2020. 1 de Febrero 2020.
- Investing. Equities Foot Locker, <https://www.investing.com/equities/foot-locker>
- Investor Relations Foot Locker. Foot Locker Inc., <https://investors.footlocker-inc.com/investor-relations>
- Shoe Carnival Inc. Reporte Anual 2020. 1 de Febrero 2020.
- Statista. Consumer Market Outlook – Athletic Footwear, <https://www.statista.com/outlook/11020000/100/athletic-footwear>
- Yahoo finance. Foot Locker, <https://finance.yahoo.com/quote/FL?p=FL>.
- Ycharts. Companies, <https://ycharts.com/companies>
- Zumiez Reporte Anual 2020. 1 de Febrero 2020.



Universidad de  
**San Andrés**