Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Licenciatura en Administración de Empresas y Finanzas

VALUACIÓN FOOT LOCKER, INC.

Autor: Andrés Celestino

Legajo: 26.042

Mentor: Diego Fernández Molero

Buenos Aires, Argentina

Índice

Resumen Ejecutivo……..……2

Descripción del negocio…..……..……..……3
La compañía……..……..……3
Negocios……..…….…..3
Estrategia……..……..7

Análisis de la industria……..……..8
Análisis FODA……..……..9
Competencia……..……..13
5 fuerzas de Porter……..……16

Análisis financiero……...…….....18
Resultados y rentabilidad……18
ROE y ROIC…….……22
Ratios de eficiencia……..23
Apalancamiento...……25

Planes para 2019……...……26
Objetivos de largo plazo……...…….....26
Programas 2019……...……27
Resultados primer cuarto……27

Valuación……..……30
Método de flujos descontados……..30
Descuento de flujos……38
Free Cash Flow proyectado……...42
Análisis de sensibilidad……...43
Proyección de resultados y balances……..43
Proyección de deuda……..44
Proyección de Equity……..45
Resultados proyectados……..……..46
Escenarios……..……..……..……49
Múltiplos……..……..……51
P/E……52
EV/EBITDA……..53
EV/Sales……...……54
Resultados valuación…..……..……55

Conclusión……..……..……..57

Bibliografía……..……..……..……59

Anexos……...…….....61

Resumen Ejecutivo

El siguiente trabajo tiene como objetivo encontrar el valor accionario aproximado de Foot Locker, Inc., retailer especializado en indumentaria y calzado deportivo con más de 40 años de trayectoria en el sector.

Los métodos utilizados para encontrar el valor de la compañía son el método de descuento de flujos de fondos y la valuación por múltiplos. Para complementar el análisis, se realizó un estudio de la industria, en base a las tendencias y proyecciones futuras, y se identificaron ciertas ventajas competitivas que le permiten a la empresa competir dentro de un entorno sumamente competitivo. Además, se realizó un análisis financiero para explicar la forma en que opera la compañía y sus competidores directos.

La acción de Foot Locker sufrió recientemente una caída del 15% luego de la publicación de sus resultados del primer cuarto de 2019. Las principales causas radican en que los resultados fueron menores a las estimaciones de los analistas, así como también algunas políticas tomadas por el management que no fueron bien recibidas por el mercado, sumado a la guerra comercial entre Estados Unidos y China, que aplica tarifas a las importaciones y afecta directamente a este tipo de retailers. El precio de la acción se encuentra actualmente en 42 dólares, muy por debajo de las estimaciones de los analistas quienes la estimaron en 64 dólares previo al anuncio de los resultados del primer cuarto, y ajustaron a 59 dólares por acción luego de la publicación de los mismos.

El resultado de la valuación por descuento de flujos arroja un valor estimado por acción de 55,45 dólares, un 32% mayor que el precio actual. Las pruebas de estrés arrojaron resultados de 66,09 dólares para el escenario optimista y 44,05 dólares para el pesimista. Por último, la valuación por múltiplos ubico al valor entre el de mercado y el del escenario base. Los resultados fueron los siguientes: 44 dólares para el *Price to Earnings*, 49 dólares para el *Enterprise Value to EBITDA* y 46 dólares para el *Enterprise Value to Sales*. En función de las estimaciones, el valor de la acción debería ser mayor al operado en el mercado, aunque está sujeto a variables del entorno y a los supuestos realizados.

Descripción del negocio

La compañía

FootLocker nace en 1974 como un retailer especializado en calzado e indumentaria deportiva orientado al público en general y para cualquier deporte. Comercializa los productos de las principales marcas deportivas tales como Nike, Adidas y Puma, entre otras. El *core* del negocio es la venta de *sneakers* (zapatillas deportivas) tanto para la actividad deportiva como de uso diario, aunque también tiene un amplio portafolio de productos de indumentaria y accesorios deportivos.

Actualmente su sede central se encuentra en Nueva York y cuenta con 3221 tiendas en 27 países diferentes. La mayor parte del negocio pasa por los Estados Unidos y América del Norte (70% de las ventas), aunque ha logrado expandirse hacia países de Europa, Asia y Oceanía (30% de las ventas).

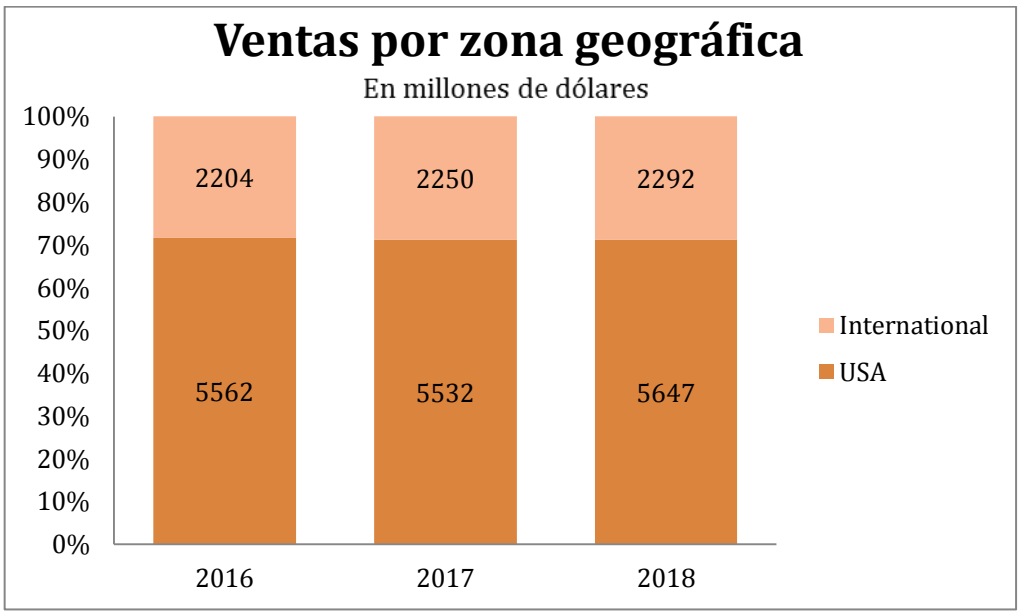


Grafico 1: ventas por zona geográfica (en millones de dólares)

Fuente: Foot Locker 10K 2017-18. Elaboración propia.

Negocios

La empresa opera tanto tiendas *brick and mortar* (físicas) como online. En los últimos años, el retail en general estuvo experimentando una

transformación en su forma de hacer negocios. Las empresas diversifican su oferta de productos mediante las tiendas físicas y una plataforma de e-commerce. Foot Locker no fue la excepción y a las más de 3000 tiendas físicas incorporó sitios de e-commerce propios y otros sitios subsidiarios (eastbay.com; final-score.com, sp24.com, astbaytemsales.com). El mix de ventas por segmento se distribuyó de la siguiente manera:

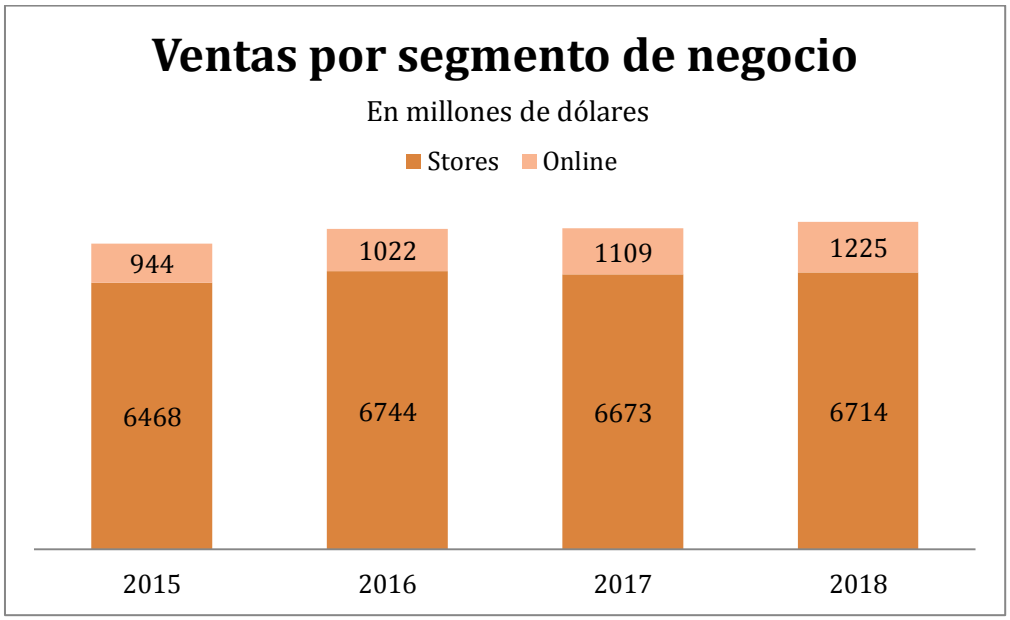


Gráfico 2: ventas por segmento de negocio (en millones de dólares)

Fuente: Foot Locker 10K 2016-18. Elaboración propia.

Se puede identificar un leve incremento en el mix de ventas por parte del segmento *Direct to consumers* (online) alcanzando un 15% de las ventas totales. La importancia de la expansión de este segmento se puede apreciar mejor si analizamos el crecimiento de ventas para cada segmento. El segmento online tiene una tasa de crecimiento anual compuesto del 9% para los últimos 3 años, mientras que las ventas por tiendas físicas tienen un leve incremento del 1%. Esto nos da la pauta de la importancia del e-commerce para este tipo de retailers como forma de diversificación de sus ventas así como también de los cambios en los hábitos del consumidor.

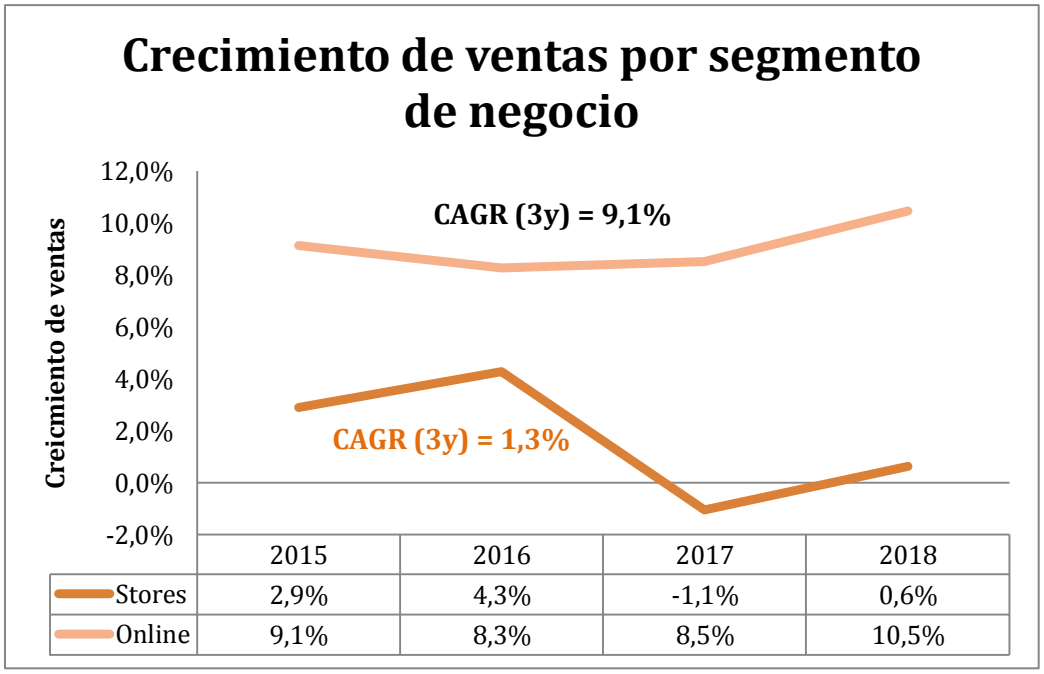


Gráfico 3: crecimiento de ventas (año a año) por segmento de negocio

Fuente: Foot Locker 10K 2016-18. Elaboración propia.

Sin embargo, el retail físico sigue siendo importante teniendo en cuenta la estrategia de omnicanalidad que están tomando los retailers. La omnicanalidad es una estrategia que intenta mejorar la experiencia del consumidor ofreciéndole la misma propuesta de valor a través de distintos canales. En otras palabras, la idea es adaptar todos los canales de venta (online y físicos) para ofrecerle al cliente una experiencia única utilizando todos los medios posibles. Para lograr esto, es importante tener un espacio físico. Foot Locker opera distintos tipos de tiendas que están customizadas en vistas del segmento de cliente. Hay tiendas especializadas para hombres, mujeres y niños, los cuales tienen también su propio sitio de e-commerce. A continuación se describen los distintos tipos de tiendas que opera la empresa:

- Foot Locker: es la tienda principal de la compañía. Su target principal es un público joven apasionado por la cultura *sneaker* (zapatillas deportivas y de moda). Se caracteriza por sus versiones *shop-in-shop* que permiten que las distintas marcas deportivas tengan su propia tienda dentro de la de FootLocker, entre ellas *House of Hoops* (productos relacionados al basket de las marcas Nike y Jordan), *Puma Lab* (Puma) y *Adidas Foundation* (Adidas). Cuenta con más de 1700 locales en 27 países diferentes.

- Lady Foot Locker: locales diseñados especialmente para mujeres, comercializa indumentaria casual y deportiva, especializado en el segmento de running y fitness.
- Runners Point: comercializa productos orientados al running. Existen 107 tiendas distribuidas en Alemania, Austria y Suiza.
- Kids FootLocker: es similar al FootLocker tradicional pero orientado a niños. La empresa invierte fuertemente en este segmento para poder fidelizar a este tipo de clientes.
- Sidestep: vende calzados de moda en países europeos.
- Footaction: es una versión premium de FootLocker con productos destacados y de última moda, orientado a jóvenes.
- Champs Sports: este tipo de tiendas suele encontrarse en grandes malls. Comercializa indumentaria, accesorios y calzado deportivo para todo tipo de deporte.
- SIX:02: es un segmento dedicado a las mujeres y especializado en actividades como fitness, yoga y baile. La compañía decidió no abrir más tiendas de este tipo para unificarlas con el segmento de Lady Foot Locker.

Igualmente, la tendencia de largo plazo indica que FootLocker tendrá cada vez menos tiendas físicas. Estas fueron decreciendo a lo largo de los años con excepción de las tiendas de Europa, Asia y Oceanía, dejando en evidencia la estrategia de expansión internacional de la empresa (ver anexo 1: evolución tiendas físicas).

Además de los distintos puntos de venta propios, Foot Locker opera 122 locales franquiciados repartidos entre Asia (112) y Alemania (10). Además, cuenta con 5 centros de distribución (2 propios y 3 alquilados) que se reparten geográficamente de la siguiente manera: 3 en Estados Unidos, 1 en Alemania y 1 en Holanda. Esto le permite gestionar de manera eficiente el inventario y la distribución de productos.

Estrategia

La estrategia de FootLocker se centra en elevar la experiencia de compra del consumidor mediante la omnicanalidad, es decir, la integración de todos sus canales de ventas, no solo en Estados Unidos sino también internacionalmente. Esta experiencia del cliente incluye también un fuerte seguimiento de las tendencias del momento no solo en el ámbito del deporte sino en la vida diaria con productos de moda. Siendo el consumidor de este tipo de productos muy particular, Foot Locker customiza sus tiendas según cada tipo de segmento. La fuerte relación con sus proveedores permite que las tiendas estén creadas en conjunto para mejorar la experiencia del cliente. Además, la relación con los proveedores, que son las marcas más reconocidas mundialmente (Nike, Adidas, Puma, entre otras), se mantiene hace muchos años y es recíproca, ambos se benefician de esta relación. Esta relación resulta crucial para Foot Locker en tanto que siga consiguiendo los mejores productos de estas marcas. Otros grandes retailers, no tienen la variedad de productos que ofrece Foot Locker, quien se caracteriza por tener todos los productos premium.

Foot Locker trata de alcanzar a un segmento joven con productos a la moda. Las *sneakers* (zapatillas deportivas) se volvieron no solo un elemento para practicar deporte sino que están inculcados en la juventud como zapatillas de uso diario. Las marcas están continuamente innovando para alcanzar las tendencias que sigue este tipo de público. Las alianzas de Foot Locker con las principales marcas le hace posible ofrecer los mejores productos y aún mejor, customizar las tiendas en conjunto con las marcas para mejorar la experiencia del consumidor. La expansión hacia el e-commerce le permite a la empresa identificar tendencias más fácilmente y así poder trabajarlas junto a sus proveedores.

En definitiva, la estrategia de Foot Locker es brindar una experiencia al consumidor diferente proporcionando variedad y calidad de sus productos, para lo cual sus proveedores resultan un socio clave. La empresa instalo una estrategia de omnicanalidad para elevar la experiencia tanto en los locales físicos y online, donde instalo una propuesta de valor en base a cada segmento de cliente (distinguidos por edad, género, tipo de deporte, etc.).

Análisis de la industria

La industria de venta de indumentaria y calzado deportivo está muy fragmentada debido a la gran cantidad de competidores de todo tipo que compiten por una cuota del mercado. El auge del e-commerce dio más información a los consumidores quienes tienen la posibilidad de comparar precios. El volumen de mercado de la industria se estima es de 173 mil millones de dólares y se proyecta que tenga un incremento del 4% anual.

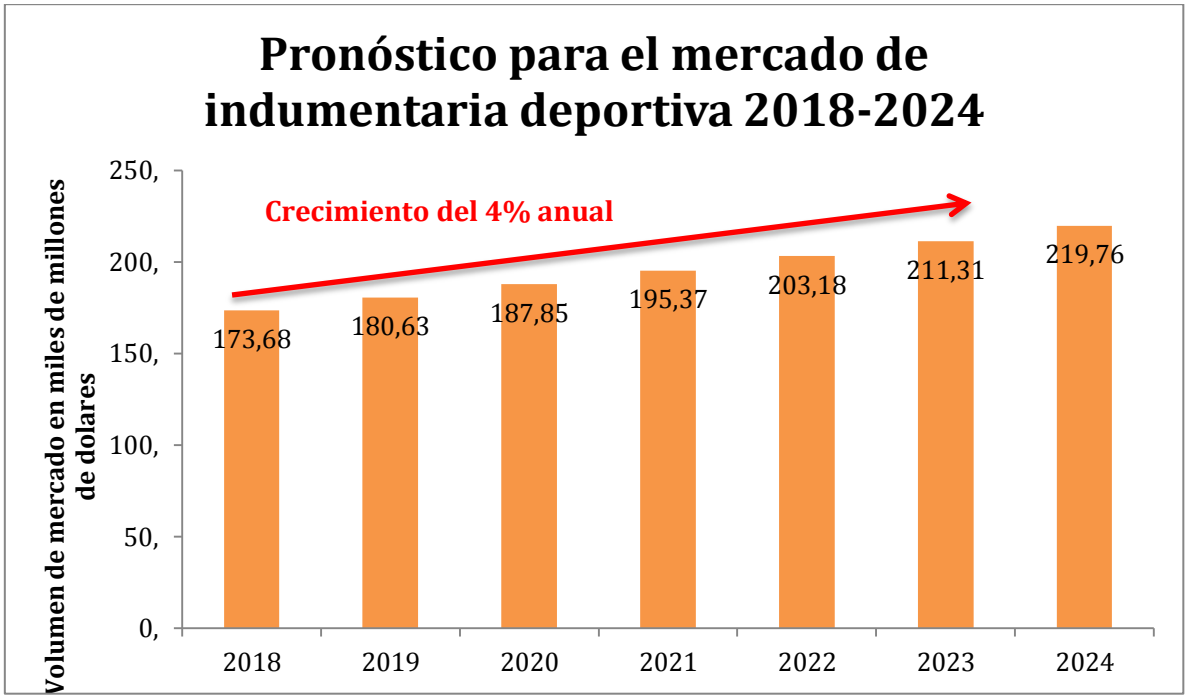


Grafico 4: pronostico para el mercado de indumentaria deportiva.

Fuente: Statista. Elaboración propia.

El análisis de la industria estará dividido en tres partes comenzando con un análisis FODA para identificar las ventajas y desventajas de Foot Locker, luego un análisis de la competencia para identificar riesgos similares y tendencias de la industria, y por último, un análisis de las 5 fuerzas competitivas de Porter.

Análisis FODA

Fortalezas	Debilidades
● Reconocimiento y trayectoria dentro de la industria de calzado deportivo. ● Expansión hacia mercados internacionales. ● Sistema de distribución. ● Sólido desempeño financiero. ● Tiendas personalizadas para cada segmento	● Fuerte dependencia en los productos de Nike ● Fuerte competencia
Oportunidades	**Amenazas**
● Crecimiento del e-commerce ● Crecimiento de la indumentaria y calzado deportivo como productos de moda y uso diario.	● Guerra comercial: Trump vs. China. ● Grandes retailers: Amazon

Fortalezas

- *Trayectoria*. Foot Locker es una empresa reconocida dentro del segmento de indumentaria y calzado deportivo. Opera más de 3000 tiendas en Estados Unidos e internacionalmente y diversos canales de e-commerce con una amplia variedad de productos ofrecidos dado sus acuerdos comerciales con las principales marcas deportivas.
- *Expansión hacia mercados internacionales*. La empresa tiene más de 800 tiendas internacionales en más de 22 países, sitios de e-commerce internacionales y otras tiendas franquiciadas. Durante los últimos años la empresa se hizo fuerte en mercados como Canadá, Australia y países de Europa. Esta diversificación hacia nuevos mercados es una buena señal para la empresa dado que el mercado de *sneakers* en Estados

Unidos está muy atomizado. Esperamos que en los próximos años la empresa pueda expandirse aún más internacionalmente y así poder generar más ingresos por fuera de los Estados Unidos.

- *Sólido desempeño financiero*. Luego de un 2017 no muy auspicioso para los retailers de este tipo, FootLocker ha podido en 2018 mejorar considerablemente sus resultados financieros y operativos. Los márgenes y ratios de rentabilidad se vieron mejorados así como también los ratios de eficiencia que tienen que ver con el manejo del inventario, entre otros.
- *Tiendas personalizadas para cada segmento*. La industria de indumentaria deportiva se caracteriza por seguir las tendencias del momento y elaborar productos que satisfagan las necesidades de los clientes. Dado que Foot Locker no diseña ni produce sus propios productos ofrece valor a sus clientes a través de una experiencia de compra personalizada para cada segmento. Como mencionamos anteriormente, Foot Locker opera tiendas bajo distintos nombres debido a que cada una está dirigida a un segmento diferente. La empresa personaliza las tiendas y la experiencia de compra en base a cada segmento y en conjunto con las mejores marcas deportivas.
- *Canales de distribución*. FootLocker opera 7 canales de distribución de los cuales 3 son propios y 4 alquilados, 3 están en los Estados Unidos, 3 en Alemania y 1 en Holanda. Además, tiene acuerdos con canales de distribución de terceros para completar su operatoria local e internacional. Es clave para empresas de retail tener un sistema de logística aceitado dado la fuerte demanda no solo de las tiendas *brick and mortar* sino también de los canales online que están continuamente operando. Foot Locker ha podido crecer en este sentido a través de adquisiciones de empresas para integrar a su sistema de distribución así como también empresas de e-commerce (ejemplo: Goat Group en 2019, CCS en 2008, Footaction en 2004, entre otros). De esta manera, pudo hacer crecer rápidamente el sistema y adquirir *know how*.

Debilidades

- *Fuerte dependencia de un solo proveedor*. FootLocker y Nike se han visto beneficiados por sus acuerdos comerciales. 73% del inventario comprado por Foot Locker es de Nike. No se remarca este acuerdo como debilidad sino la dependencia de un solo proveedor. Por un lado, esto puede verse como un riesgo grande debido a que si la relación se quiebra puede afectar fuertemente a los resultados operativos de la empresa. Por el otro, Nike ha sido la empresa más reconocida en cuanto a indumentaria y calzado deportivo, principalmente en el segmento de *sneakers*. Esto ha beneficiado a Foot Locker dada su fuerte relación con la empresa. Sin embargo, esta fuerte dependencia implica que las ventas de Foot Locker estén fuertemente correlacionadas con las políticas de Nike. Así, para que Foot Locker continúe en esta senda Nike debe seguir lanzando productos competitivos y en línea con las tendencias del momento.
- *Fuerte competencia*. Foot Locker enfrenta fuerte competencia en todos sus frentes. Como mencionamos anteriormente la industria de indumentaria y calzado deportivo está muy atomizada en los Estados Unidos. Las grandes marcas (Nike, Adidas, Puma, etc.) que a la vez son proveedoras de Foot Locker, los retailers especializados (FootLocker, Dick´s Sporting Goods, Hibbett Sports, entre otros) y los grandes retailers (Amazon, Walmart, etc.) compiten por una porción de mercado. Además, los grandes retailers y los minoristas especializados compiten por cantidad de inventario a recibir por parte de las marcas que lo producen. Cuantas más ventas tengan estos retailers, mayor es el inventario que recibirán por parte de estas marcas. La competencia se da tanto en Estados Unidos como internacionalmente, y tanto en la calle (tiendas físicas) como en la web (sitios e-commerce). La amenaza de la competencia es muy fuerte y puede afectar los márgenes de la empresa. Por un lado, tenés a los grandes retailers con gran poder económico y una gran masa de clientes y por el otro, a las marcas productoras quienes también tienen sus tiendas físicas y sitios de e-commerce. Al existir tanta oferta, el precio suele ser el preponderante a la hora de elegir. Es por esto que Foot Locker debe tratar de instalar precios

competitivos e intentar aprovechar sus años de trayectoria y especialización en el segmento para atraer a más clientes.

Oportunidades

- *Crecimiento del e-commerce*. Está claro que el *e-commerce* está muy arraigado en la vida de las personas. Foot Locker opera sitios de e-commerce para cada una de sus tiendas personalizadas, otros sitios de *e-commerce* como eastbay.com, y además, posee un sistema de distribución para complementar su negocio de retail online. Esperamos que la empresa pueda hacer crecer aún más sus ventas (hoy 15% de venta totales) a través de este canal dado el cambio en el hábito de compra de los consumidores. Hoy en día el tráfico a través del sitio de Foot Locker es importante si comparamos con otros retailers.

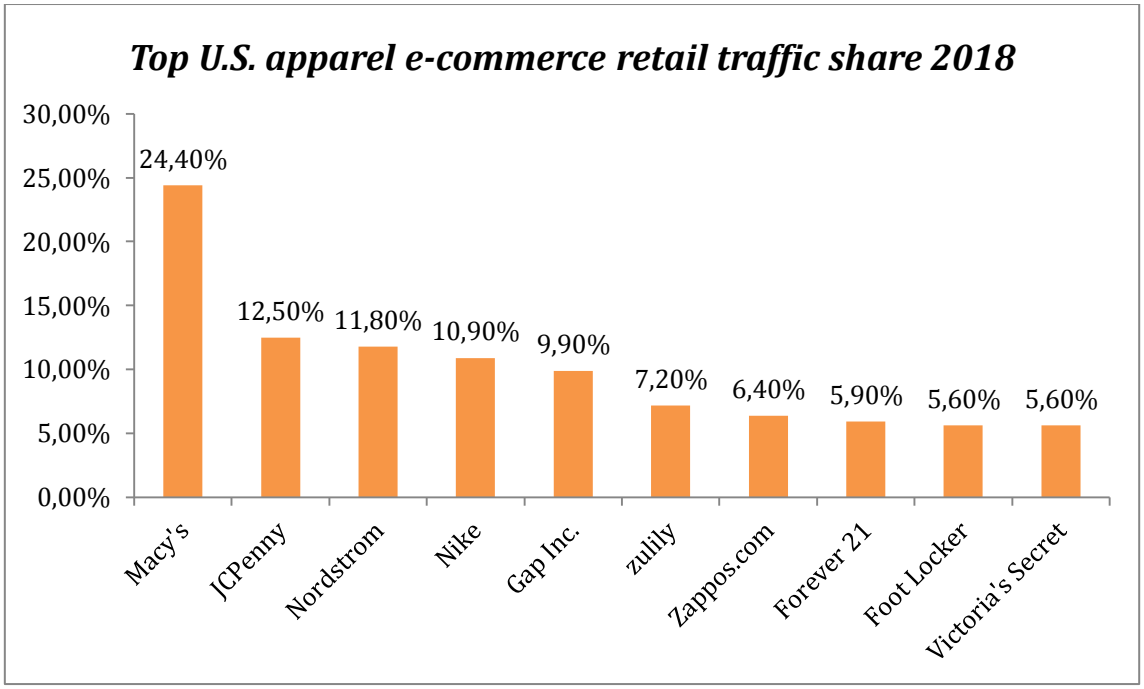


Grafico 5: Trafico de e-commerce en EEUU.

Fuente: Statista. Elaboración propia.

- *Indumentaria deportiva como ropa de moda y uso diario*. El crecimiento principalmente de calzado deportivo en Estados Unidos ha sido muy grande. Además, la ropa deportiva se instaló en la sociedad como ropa de moda y de uso diario, lo que significa una oportunidad para aumentar las ventas de la empresa. En este sentido, Foot Locker llegó a acuerdos

con empresas como Vans o Fila, que son más reconocidas por su indumentaria de uso diario que como ropa deportiva.

Amenazas

- *Impacto de la guerra comercial de Estados Unidos con China*. La guerra comercial iniciada por Trump contra China propone incrementar los impuestos para productos importados desde China, entre los que se encuentran principalmente los calzados de las principales marcas deportivas. Foot Locker participó junto a Nike y Adidas, entre otros, en la carta emitida por la *Footwear Distributors and Retailers of America* al presidente Trump. Esta carta expresaba que las medidas impuestas por el presidente perjudicaban a la industria considerablemente y a los consumidores. La producción de calzado deportivo está principalmente establecida en China lo que provocaría un incremento sustancial en los costos de ventas de los productos, que se trasladarían al precio perjudicando fuertemente a la industria.
- *La competencia con grandes como Amazon y Alibaba*. En el plano de e-commerce es muy difícil competir frente a grandes de este tipo. Amazon se reparte gran parte del market share de Estados Unidos (ver anexo 2), y amenaza con llevarse una proporción mayor. Por otra parte, Foot Locker está estableciéndose en el mercado asiático donde opera otro gigante del retail como Alibaba. La amenaza es grande ya que estas empresas no paran de crecer a través de adquisiciones y nuevos proyectos, y se benefician de la escala.

Competencia

La industria de indumentaria deportiva presenta una gran variedad de competidores. Podemos dividir a la industria en tres grandes grupos: el primero, y del cual forma parte Foot Locker, es el de los retailers especializados en indumentaria deportiva. El segundo, los grandes retailers como Walmart o Amazon. Y por último, las grandes marcas de indumentaria deportiva. La industria podría estar más fragmentada si consideramos vendedores

individuales u otro tipo de retailers o vendedores de internet. La rivalidad se da tanto en el plano físico como en el online (ver anexos 2 y 3).
Así, la industria queda conformada de la siguiente manera:

- Retailers especializados: Dick´s Sporting Goods, The Finish Line, Hibbett Sports, Big 5 Sporting Goods, entre otros.
- Grandes retailers: Amazon, Walmart, entre otros.
- Marcas deportivas: Nike, Adidas, Puma, entre otros.

En nuestro análisis nos centraremos principalmente dentro de los retailers especializados porque comparten características similares en cuanto a riesgos de la industria, tamaño, y porque gran parte de su negocio está centrado en los Estados Unidos. Los retailers especializados que tomaremos para el análisis son: Dick's Sporting Goods, Hibbett Sports, The Finish Line y Big 5 Sporting Goods.

Similitudes: los 4 retailers especializados mencionados operan en Estados Unidos y se dedican, como Foot Locker, a la comercialización de calzado, indumentaria y accesorios deportivos. Operan tanto locales *brick and mortar* como online y siguen o están en una transición hacia la omnicanalidad. Siendo esta una industria fuertemente influenciada por la marca, estos retailers comparten los mismos proveedores y especialmente dependen fuertemente de Nike. Como no participan en la innovación de productos y seguimiento de tendencias, estos retailers tratan de atraer clientes mejorando la experiencia del consumidor y ofreciendo precios competitivos y variedad de productos.

Diferencias: Foot Locker posee más trayectoria en el negocio que la mayoría de sus competidores directos, factor que influye tanto en el reconocimiento de merca como en una relación con proveedores que perdura en el tiempo. Además, tiene el negocio más escalado y diversificado con presencia internacional y locales segmentados para cada tipo de cliente.

En la tabla que sigue se pueden identificar ciertas características de los competidores:

	Características	Cantidad de locales / Square footage (pies cuadrados)	Ventas por segmento (físicas u online)	Dependencia de Nike
Dick´s Sporting Goods	Tiendas *store-in-store*. Opera 5 centros de distribución (2 propios). 20% de ventas es calzado.	858 tiendas 42 millones square footage Ventas por square footage: 167 millones	85% tiendas 15% online	18% del inventario
Hibbett Sports	Opera 1 centro de distribución. Estrategia de localización: cerca de algún Walmart. 55% de ventas es calzado.	1163 tiendas 6,5 millones square footage Ventas por square footage: 154 millones	Lanzo su sitio de e-commerce en 2018	57% del inventario
Big 5 Sporting Goods	Opera un centro de distribución. 30% de ventas es calzado.	436 tiendas 5 millones square footage Ventas por square footage: 200 millones	Ventas online no significativas	No otorga esta información
The Finish Line	Opera tiendas de calzado de Macy´s. Opera 1 centro de distribución. 93% de ventas es calzado.	931 tiendas 3,65 millones square footage Ventas por square footage: 368 millones	82% tiendas 18% online	71% del inventario

En comparación con sus competidores, Foot Locker tiene 5 centros de distribución (3 propios), 3221 tiendas, 13 millones de square footage y 507 de ventas por pies cuadrados. Además, el 85% de sus ventas son mediantes tiendas y el 15% restante mediante canales online. Su dependencia de Nike es del 66% del inventario.

Análisis de las 5 fuerzas competitivas de Porter

- *Amenazas de bienes sustitutos*: Media. Al ser los productos ofrecidos muy influenciados por la marca y no muy distintos entre retailers especializados, la diferencia a la hora de elegir bienes sustitutos está influenciado por los precios ofrecidos o la experiencia del consumidor ofrecida por los distintos tipos de retailers, tanto deportivos como no deportivos.
- *Poder de negociación de los clientes*: Alto. Tienen mucho poder debido a la cantidad de oferta que hay y porque tienen el precio a mano para comparar de todos los retailers online. Suelen ser sensitivos al precio.
- *Amenaza de nuevos entrantes*: Baja. Si bien la operatoria de la industria no requiere demasiada inversión, los jugadores de la industria tienen mucha trayectoria y poderío económico. Ganar una pequeña porción de mercado no es tan difícil dadas las nuevas tendencias de e-commerce, aunque para competir en esta industria se necesita tener buena relación con proveedores, escala, mix de canales físicos y online, entre otras características. Grandes retailers especializados como Sports Authority se declararon en bancarrota en 2016, lo que habla de lo difícil que es competir en la industria.
- *Poder de negociación de los proveedores*: Alto. Tienen mucho peso en el sentido que Foot Locker depende de sus productos. Es fundamental para Foot Locker tener una buena relación con estos. En 2018, el 90% del inventario comprado por FootLocker provino de las principales 5 marcas deportivas (Nike, Puma, Adidas, entre otras) y un 66% de Nike. Asimismo, los competidores de Foot Locker también tienen gran parte de su inventario proveniente de Nike. Esta fuerza competitiva es crucial dentro de la industria porque tener buenas relaciones con los

proveedores permite negociar precios y cantidad de stock. La relación de Foot Locker con Nike es de larga data y ambos se vieron beneficiados, por ejemplo, las tiendas *shop-in-shop* de Nike dentro de FootLocker fueron en aumento.

- *Rivalidad*: Alta. Esta es una industria muy fragmentada con gran rivalidad. Los competidores son de todo tipo y tamaño como se mencionó anteriormente. Van desde grandes retailers, tiendas especializadas en deporte, marcas deportivas y demás.

Como conclusión de este análisis de la industria podemos destacar como factores competitivos los siguientes: selección de inventario a través de una buena relación con los proveedores, la experiencia del consumidor a través de la omnicanalidad, la trayectoria y reputación, la locación de los canales físicos, la publicidad para atraer a los clientes a los canales de venta, el precio y otros beneficios como descuentos y promociones.

Análisis financiero

Resultados y ratios de rentabilidad

A continuación se exponen los estados de resultados de los últimos 5 años para FootLocker así como también los márgenes de rentabilidad correspondientes y el % de crecimiento de las ventas:

FootLocker, Inc. - Estado de resultados ajustado (2014-18)					
	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas	7151	7412	7766	7782	7939
Costo de ventas	-4777	-4907	-5130	-5326	-5411
Gastos administrativos	-1426	-1415	-1472	-1501	-1614
Otros gastos operativos	-4	-105	-6	-211	-37
EBITDA	944	985	1158	744	877
Amortizaciones	-139	-148	-158	-173	-178
EBIT	805	837	1000	571	699
Impuesto a las ganancias	-251	-283	-341	-237	-184
Alícuota de imp.	31%	34%	34%	42%	26%
NOPAT	554	554	659	334	515
Intereses pagados	-11	-11	-11	-12	-11
Otros ingresos (egresos)	-23	-2	16	-38	37
Resultado Neto	**520**	**541**	**664**	**284**	**541**
*Datos expresados en millones de dólares					

Grafico 6: Estado de Resultados ajustado para el periodo 2014-2018.

Fuente: Foot Locker 10K 2014-18. Elaboración propia.

	2014	2015	2016	2017	2018
Crecimiento Ingresos	9,9%	3,6%	4,8%	0,2%	2,0%
Margen bruto	33,2%	33,8%	33,9%	31,6%	31,8%
Margen operativo	11,3%	11,3%	12,9%	7,3%	8,8%
Margen neto	7,3%	7,3%	8,6%	3,6%	6,8%
EBITDA/Ventas	13,2%	13,3%	14,9%	9,6%	11,0%

Grafico 7: ratios de rentabilidad 2014-18.

Fuente: Foot Locker 10K 2014-18. Elaboración propia.

Analizando detenidamente los márgenes podemos ver que el crecimiento en los márgenes se detuvo en 2017, pero obtuvo una mejora en 2018. La compañía espera elevar estos ratios a los niveles que tenía en 2016. El crecimiento de ingresos se mejoró significativamente, aunque lejos está de

años anteriores. En promedio, se aproxima a un crecimiento del 2,5% anual para los últimos 3 años. En cuanto al margen bruto, es bastante estable rondando la franja de los 31-33%. El margen operativo, el margen neto, y el ratio EBITDA/Ventas se comportan de una forma similar, con un crecimiento marcado hasta 2016, un bache en 2017 y una recuperación en 2018. Los objetivos de largo plazo de la compañía sugieren unos ratios similares a los del 2016.

Los problemas del 2017 fueron los cambios en los comportamientos de los consumidores, más inclinados al *e-commerce*, y con más poder de información y decisión sobre precios. Foot Locker perdió *market share* principalmente con Amazon debido a la tendencia del consumidor por comprar a través del e-commerce. Es por esto que durante este año comenzó una reestructuración en la empresa en cuanto a su estrategia con más focalización en el *e-commerce* y en la omnicanalidad. Requirió grandes inversiones de capital en mejorar las capacidades digitales.

	Hibbett Sports		Dick´s Sporting Goods		Big 5 Sporting Goods		Finish Line	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Ingresos	968	1009	8590	8437	1010	988	1844	1839
Crecimiento Ingresos	-0,5%	4,2%	8,4%	-1,8%	-1,1%	-2,2%	2,5%	-0,3%
Margen bruto	32,3%	32,6%	29,0%	28,9%	32,0%	30,5%	29,7%	28,9%
Margen operativo	5,9%	3,7%	5,6%	5,3%	1,6%	-0,1%	0,0%	0,5%
Margen neto	3,6%	2,8%	3,8%	3,8%	0,1%	-0,4%	2,9%	0,8%
EBITDA/Ventas	8,4%	6,4%	8,3%	8,2%	3,5%	1,9%	-1,0%	3,4%

Grafico 8: márgenes de los competidores especializados 2017-18.
Fuente: 10K 2017-18 Hibbett Sports, Dick´s Sporting Goods, Big 5 Sporting Goods, Finish Line. Elaboración propia.

Analizando los ratios de crecimiento y rentabilidad de los competidores podemos concluir que en términos de margen bruto tanto Foot Locker como sus competidores rondan el 30%, con algunos competidores (Hibbett Sports) haciéndolo mejor que otros (Dick´s Sporting Goods). En cuanto a crecimiento de ventas es muy variable y esto se debe no sólo al volumen de ventas que manejan, sino también a la cantidad de locales (escala), trayectoria en el negocio y presencia online. Los márgenes operativos, netos y de EBITDA de la industria son más parecidos a los que manejan Hibbett Sports y Dick´s Sporting Goods, quienes tienen ratios medianamente estables (márgenes operativos: 4-6%; márgenes netos: 2,5-4%; EBITDA/Ventas: 6,5%-8%). Los márgenes de Big

5 Sporting Goods y Finish Line son menores porque tienen grandes gastos en términos operativos. Como conclusión, podemos decir que la posición de Foot Locker en términos de márgenes es muy favorable a comparación de sus competidores.

Evolución de ventas por pies cuadrados

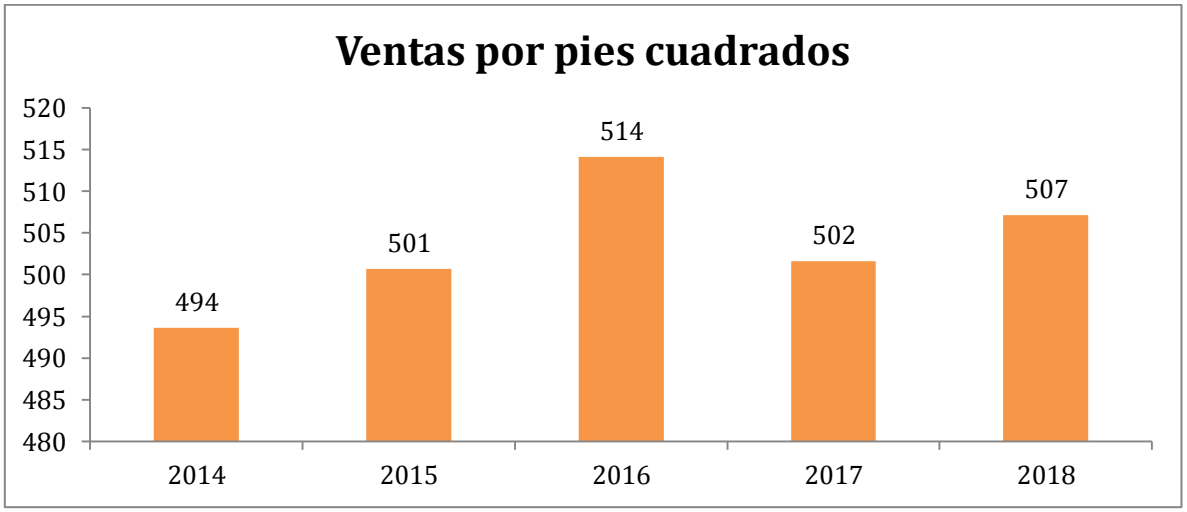


Gráfico 9: ventas por pies cuadrados 2014-2018.

Fuente: Foot Locker 10K 2014-18. Elaboración propia.

La evolución de ventas por pies cuadrados siguen el mismo patrón que los márgenes, con una mejora en 2018 con respecto al bache de 2017. La empresa espera elevar esta métrica, que es muy usada en el segmento de retail en general para el análisis del desempeño de tiendas físicas. Igualmente, es necesario hacer foco en la disminución de tiendas físicas producto del cambio hacia el *e-commerce*, para entender como se explica este ratio.

Square footage sales	2014	2015	2016	2017	2018
Store sales	6286	6468	6744	6673	6714
Pies cuadrados (millones)	12,73	12,92	13,12	13,30	13,24
Ventas por pies cuadrados	494	501	514	502	507
Variación store sales		2,9%	4,3%	-1,1%	0,6%
Variación square footage (pies cuadrados)		1,4%	1,5%	1,4%	-0,5%

Grafico 10: análisis de las ventas por pies cuadrados.

Fuente: Foot Locker 10K 2014-18. Elaboración propia.

Las ventas por pies cuadrados son principalmente influidas por el crecimiento de ventas en tiendas físicas. Como las tiendas físicas van en disminución es importante destacar que para mejorar las ventas por pies cuadrados se deben elevar las ventas en las tiendas (buena señal operativa) o disminuir la cantidad de pies cuadrados (cerrando locales). En 2018 se aumentó el ratio de ventas por pies cuadrados producto de la disminución de tiendas y la mejora en las ventas de tiendas físicas.

El siguiente cuadro grafica la cantidad de pies cuadrados y las ventas correspondientes para los principales retailers especializados de la industria. A partir del gráfico, podemos inferir que Foot Locker aprovecha muy bien su espacio. Esto se debe a las ventajas competitivas que tiene por sobre sus principales competidores. La trayectoria en el rubro y los beneficios por tener escalado el negocio (triplica a sus competidores en cantidad de locales y tiene expansión internacional).

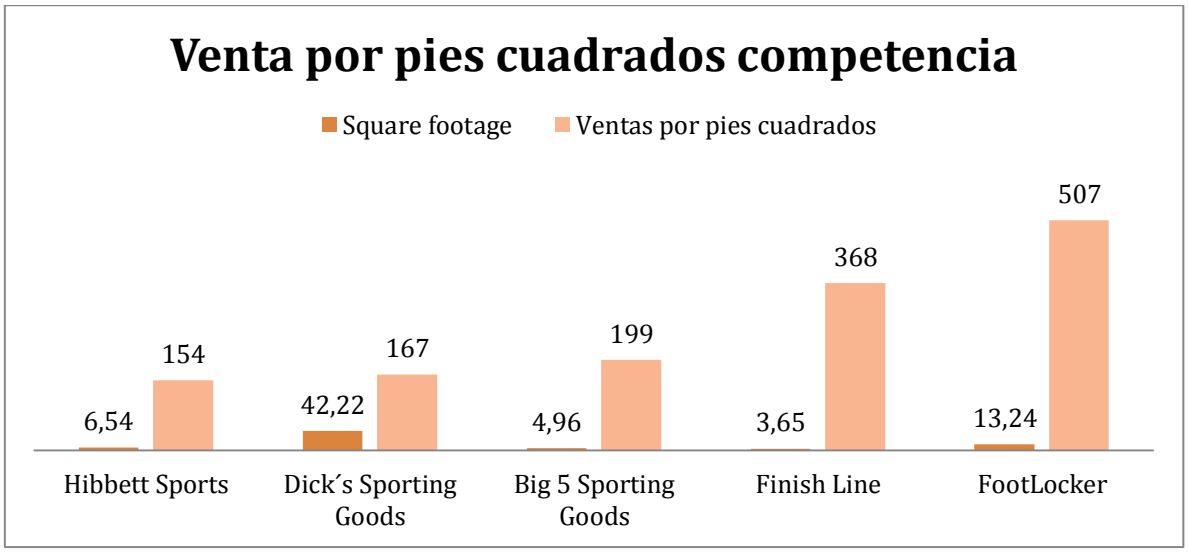


Gráfico 11: ventas por pies cuadrados competidores
Fuente: Hibbett Sports, Dick´s Sporting Goods, Big 5 Sporting Goods, Finish Line, Foot Locker 10K 2018. Elaboración propia.

De sus principales competidores, podemos destacar el trabajo de Finish Line que se ve beneficiado por su acuerdo con Macy´s. Aprovecha el caudal de gente que maneja Macy´s para lograr vender mucho en un espacio reducido (siendo el competidor de la industria con menos espacio de venta). Es llamativo el caso de Dick´s, ya que supera a Foot Locker en ventas en tiendas (7171 vs.

6714 millones de dólares), en menor cantidad de locales (858 vs. 3221) pero tiene mayor espacio (42,22 vs. 13,24 millones de pies cuadrados). Esto tiene que ver con el diseño de las tiendas de Dick´s que suelen ser grandes *warehouses* ubicados en malls.

Evolución de ROE y ROIC

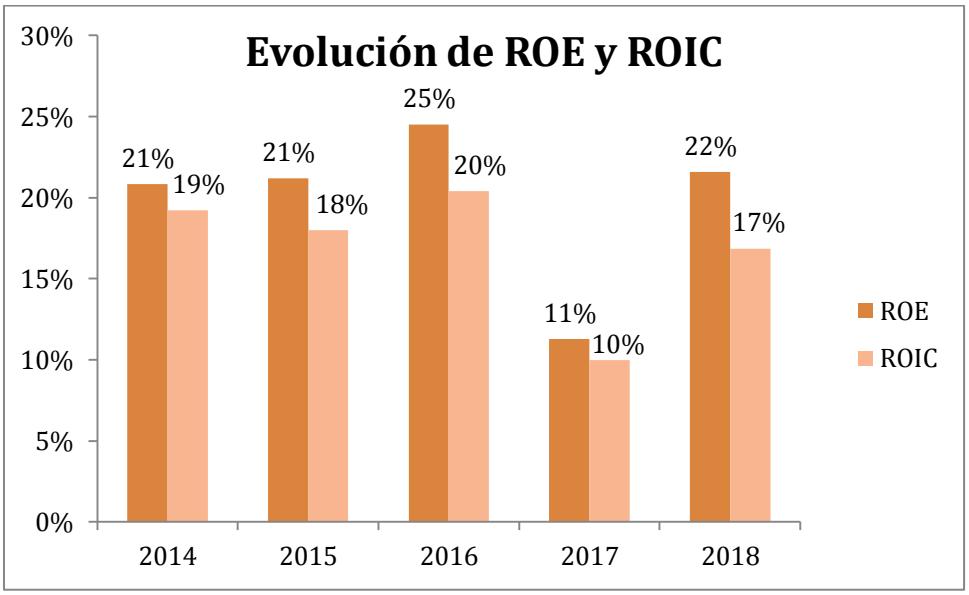


Grafico 12: evolución de ROE y ROIC

Fuente: Foot Locker 10K 2014-18. Elaboración propia.

La evolución del ROE y ROIC sigue el mismo patrón producto de los resultados. En 2018, el ROE y ROIC lograron alcanzar los niveles del 2015 y para el largo plazo la empresa espera recuperar la rentabilidad de 2016.

En los cuadros que siguen vemos la evolución en los ratios de rentabilidad para los principales competidores. Es muy difícil establecer comparaciones de este tipo de ratios porque las empresas se encuentran en distintas etapas. Los ratios de Big 5 son negativos debido a la mala performance de sus resultados. Dick´s es el competidor que más se asemeja a FootLocker en términos de estos ratios principalmente porque tienen un volumen de ventas parecido. Por su parte, Hibbett Sports viene en caída desde el 2016 cuando estaba en los niveles de ratios de Foot Locker y Dick´s.

ROIC	2016	2017	2018
Hibbett Sports	16,9%	10,2%	7,6%
Dick´s Sporting Goods	10,6%	11,1%	12,3%
Big 5 Sporting Goods	7,5%	1,1%	-0,1%
Finish Line	4,1%	-4,0%	2,9%
FootLocker	20,4%	10,0%	16,9%

ROE	2016	2017	2018
Hibbett Sports	18,3%	10,9%	8,5%
Dick´s Sporting Goods	14,9%	16,7%	16,8%
Big 5 Sporting Goods	8,2%	0,6%	-2,0%
Finish Line	4,1%	-4,0%	3,2%
FootLocker	24,5%	11,3%	21,6%

Grafico 13: Ratios de ROE y ROIC competidores.

Fuente: Hibbett Sports, Dick´s Sporting Goods, Big 5 Sporting Goods, Finish Line, Foot Locker 10K 2016-18. Elaboración propia.

Ratios de eficiencia

Ratios de eficiencia	2014	2015	2016	2017	2018
Rotacion inventario	3,9	3,9	4,0	4,1	4,2
Rotacion proveedores	16	18	21	21	14
Días de inventario	94	94	92	89	86
Días de Cuentas a pagar	23	21	18	18	26
Ciclo conversion caja (días)	75	77	78	84	69
Rotacion de activos	2,5	2,4	2,4	2,3	2,6
Caja/Ventas	13,5%	13,8%	13,5%	10,9%	11,2%

Grafico 14: ratios de eficiencia.

Fuente: Foot Locker 10K 2014-18. Elaboración propia.

En cuanto a ratios de eficiencia, son importantes para la empresa porque gran parte del negocio se trata de gestionar de manera eficiente el inventario y de mantener una buena relación con proveedores.

La rotación de inventario se ha incrementado año a año y es signo de un buen manejo del capital de trabajo. La empresa espera mantener este ratio por sobre 4 veces. Asimismo, los días de inventario han disminuido producto de un manejo eficiente y los esfuerzos que está haciendo la empresa por mejorar su cadena de suministros.

La rotación de proveedores también se mejoró considerablemente en el último periodo y es una buena señal para la empresa ya que explica las veces que se cancelan las deudas con proveedores. Por la naturaleza del negocio es

necesario estar al día con los proveedores ya que resultan un socio fundamental para la operatoria del negocio. Por otra parte, bajar el ratio de rotación de proveedores indica que la compañía se financia cada vez menos a través de sus proveedores. Generalmente se trata de encontrar un *trade-off* entre tener al día a los proveedores y beneficiarse de la financiación que se pueda conseguir a través de este canal. Por la naturaleza del negocio, tan dependiente de los proveedores, vemos como una buena señal la baja en la rotación.

El ciclo de conversión de caja ha mostrado una gran mejora en 2018 con respecto a 2017, como resultado de menores días de inventario y mayores días de cuentas a pagar. En cuanto a los ratios de rotación, tanto inventarios, proveedores como activos mostraron mejoras lo que demuestra a simple vista una mejora en los resultados operativos de la compañía.

En cuanto al ratio de caja/ventas se mantiene bastante estable rondando los 11-13%. Foot Locker mantiene mucha caja con respecto a sus competidores y parece ser su manera de operar el capital de trabajo.

Eficiencia	Hibbett Sports	Dick´s Sporting Goods	Big 5 Sporting Goods	Finish Line	FootLocker
Rotacion inventario	2,5	3,4	2,3	4,0	4,2
Rotacion proveedores	6,3	6,7	8,5	10,7	14,0
Días de inventario	143	108	162	91	86
Días de Cuentas a pagar	58	54	43	34	26
Ciclo conversion caja (días)	95	55	124	60	69
Rotacion de activos	2,71	3,15	3,67	3,65	2,60
Caja/Ventas	6,1%	1,3%	0,7%	5,1%	11,2%

Grafico 15: ratios de eficiencia competidores

Fuente: Hibbett Sports, Dick´s Sporting Goods, Big 5 Sporting Goods, Finish Line, Foot Locker 10K 2018. Elaboración propia.

Comparando los ratios de eficiencia frente a los competidores vemos como Foot Locker está logrando gran eficiencia operativa en términos de inventario. Sin embargo, los competidores se financian más a través de sus proveedores (esto también puede verse como un riesgo ya que estirar los pagos con proveedores debilita la relación).

En cuanto a rotación de activos tan solo Hibbett Sports se acerca al ratio de Foot Locker y en cuanto al ciclo de conversión de caja Dick´s y Finish Line parecen hacerlo mejor que FootLocker.

Apalancamiento y manejo de la deuda

Apalancamiento	2014	2015	2016	2017	2018
D/C (Book Value)	4,6%	4,2%	3,9%	3,7%	4,1%
D/E (Book Value)	5,3%	5,1%	4,7%	5,0%	4,9%
Costo deuda promedio	8,3%	8,5%	8,7%	9,6%	8,9%
Costo deuda promedio neto	5,7%	5,6%	5,7%	5,6%	6,5%
D/C (Market Value)	1,9%	1,5%	1,5%	2,0%	1,8%
D/E (Market Value)	1,9%	1,5%	1,5%	2,1%	1,9%
Financiamiento Largo Plazo	100%	100%	100%	100%	100%
Cobertura de intereses	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
EBIT/Intereses	73	76	91	48	64
EBITDA/Intereses	86	90	105	62	80

Grafico 16: apalancamiento y cobertura de intereses.

Fuente: Foot Locker 10K 2014-18. Elaboración propia.

Foot Locker mantiene una deuda promedio de 5% sobre *Equity* a valor libros producto de obligaciones negociables con vencimiento en Junio de 2022. Su costo de deuda promedio es de 8,5% antes de impuestos. No mantiene deuda de corto plazo. Su cobertura de intereses es de 64 veces obre *EBIT* y 80 veces sobre *EBITDA*. Los parámetros para sus competidores de la industria son similares apalancándose a no más del 5% sobre *Equity*, a largo plazo y con cobertura de intereses similar a la de Foot Locker. En general, la industria del retail se apalanca mediante leasing lo que permite arrendar espacio a cambio de un pago de renta. Las empresas tienen un mix de locales operados propios y otros bajo contratos de leasing. En general, el ratio de leasing sobre equity no supera el 3% como vemos en el grafico siguiente.

Apalancamiento	Hibbett Sports	Dick´s Sporting Goods	Big 5 Sporting Goods	Finish Line
D/C (Book Value)	9,3%	1,2%	24,2%	0,0%
D/E (Book Value)	10,0%	2,7%	37,0%	0,0%
Leasing/Equity	1,0%	2,8%	2,8%	0,0%
Financiamiento Largo Plazo	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Cobertura de intereses				
EBIT/Intereses	53	43	0	0
EBITDA/Intereses	90	67	5	0

Grafico 17: apalancamiento y cobertura de intereses de los competidores

Fuente: Hibbett Sports, Dick´s Sporting Goods, Big 5 Sporting Goods, Finish Line 10K 2018. Elaboración propia.

Planes para 2019

Objetivos de largo plazo

En la carta a los accionistas de 2018 se exponen los objetivos de largo plazo que se propone Foot Locker para el periodo 2019-2023.

	2018	2019-2023 objective
Crecimiento de Ingresos	2%	Rango medio de un dígito (4-6%)
Ventas por pies cuadrados	507	525-575
Margen operativo	8,8%	Rango bajo de dos dígitos (10-12%)
Margen neto	6,8%	Rango alto de un digito (7-9%)
ROIC	16,9%	14-16%
Rotación de inventario	4,25 veces	3-4 veces

Si bien la empresa está en algunas medidas por encima de los objetivos de largo plazo, la idea de la compañía es sostenerlos en el mediano plazo y elevar los ratios que aún no han sido alcanzados. Como vimos en secciones anteriores, el objetivo de mediano plazo es alcanzar los niveles de rentabilidad obtenidos en 2016, mantener los niveles de eficiencia del 2018 y mejorar el crecimiento de ventas a partir de un mix eficiente de ventas de *e-commerce* y ventas en tiendas físicas. Con respecto a esto último, es necesario ver qué cantidad de tiendas físicas es la ideal para elevar el ratio de ventas por pies cuadrados.

Programas aprobados por el management para 2019:

- *1,2 billion repurchase program*: se trata de un plan de recompra de acciones a extenderse por los periodos 2019, 2020 y 2021. La compañía dispone de 1,2 miles de millones de dólares para recomprar acciones a precio de mercado. Un plan similar fue anunciado dos años antes y fue reemplazado por este. Durante el periodo 2016-2018 la compañía recompro aproximadamente 27 millones de acciones gastando 1,2 miles de millones de dólares (en promedio pagó 44 dólares la acción).
- *Capital allocation program for 2019*: la junta directiva de la empresa aprobó un presupuesto de 275 millones de dólares en capex (*capital expenditures*) con el objetivo de expandir y hacerse fuerte en mercados locales e internacionales, crecer con las iniciativas digitales, la cadena de suministro e infraestructura. Este monto representa un incremento de más del 45% en relación con los gastos de capex de 2018.
- *Incremento en los dividendos*: un incremento del 10% en dividendos (0,38 por cuarto), lo que da un resultado anualizado de 1,52 de dividendo por acción. Todos los años la compañía incrementa su reparto de dividendos por acción.
- *Tecnología RFID*: esta tecnología sirve para mejorar la eficiencia del manejo de inventario e identificar tendencias en los productos. Ya tiene instalada esta tecnología en EEUU y está expandiendo al mercado europeo y asiático. Esto puede traer grandes mejoras en el manejo del capital de trabajo y es parte de los gastos de capex para 2019. Además, es útil para identificar tendencias y para explotar los datos obtenidos por esta tecnología.

Resultados del primer cuarto 2019 y caída en el valor de la acción

Los resultados del primer cuarto de 2019 provocaron una caída del 15% en el precio de la acción. Los resultados en cuanto a ingresos y beneficios por acción fueron peores que las previsiones del mercado (Ingresos previstos: 2,12 miles de millones de dólares vs. 2,08 real, beneficios por acción previsto: 1,61 vs. 1,53 real), sumado a que los competidores arrojaron mejores resultados

(Hibbett Sports presentó balance el mismo día). Sin embargo, los fundamentals aún se mantienen por lo que se espera que el precio de la acción se corrija hacia arriba.

First quarter results	2018 1Q	2019 1Q
Ventas	2025	2078
COGS	-1359	-1389
SGA	-385	-416
Dep Amort	45	44
Litigation and other charges	12	1
Income from operations	224	228
Interest income	2	4
Other income	3	2
Income before taxes	229	234
Income tax expense	64	62
Tax expense	27,9%	26,5%
Net income	165	172
Shares	116	112
BPA	1,42	1,54
Revenue Growth	0,9%	2,6%
COGS/Sales	67%	67%
SGA/Sales	19%	20%
Margen neto	8,15%	8,28%

Gráfico 17: comparativo resultados primer cuarto 2018-2019.

Fuente: Foot Locker 10Q (primer cuarto) 2018-2019. Elaboración propia.

A simple vista podemos ver una mejora en los resultados del primer cuarto de 2019 contra los de 2018. El único déficit se puede ver en el incremento de un punto porcentual en el ratio gastos administrativos sobre ventas (*SGA/Sales*) que según los directivos de la empresa se debe a las fuertes inversiones en infraestructura y tecnología que está realizando la empresa, sumado a los incrementos en el salario mínimo de los empleados. Además, el incremento en gastos administrativos es producto del esfuerzo que está haciendo la empresa por ofrecer promociones y descuentos para hacer crecer las ventas mediante el negocio online.

Según Keren Finerman (panelista de Fast Money, CNBC) la *conference call* donde se presentaron los resultados del primer cuarto fue muy mala porque no se mencionó el tema de la guerra comercial con China ni se dio explicación

alguna por la escasa recompra de acciones. Se compraron 32, 800 acciones durante el periodo lo que es un número muy bajo dada la tendencia de recompra pasada y el plan de recompra de acciones anunciado a principios de año.

Las explicaciones dadas en la *conference call* sobre el plan de recompra de acciones es que es un plan oportunista y no que debe ejecutarse a rajatabla. Lauren Peters, CFO de la compañía, dijo que la recompra de acciones se dará siempre y cuando se cumplan ciertos parámetros estratégicos, financieros y legales. El mercado parece haber castigado esta medida dado que los últimos 3 años estuvieron caracterizados por una fuerte recompra de acciones y, el plan anunciado a principios de este año parecía dar indicios de seguir por la misma senda. Sin dudas, las previsiones de beneficios por acción del mercado daban mucho mejor que los resultados reales porque se contaba con una recompra de acciones mucho mayor. Igualmente, la baja abrupta en el precio de la acción parece ser una oportunidad para recomprar acciones a un precio mucho más bajo que el de semanas anteriores. Por lo tanto, se espera que para la entrega de resultados del segundo cuarto la recompra de acciones sea mucho mayor.

A pesar del fuerte golpe a las acciones provocado por los resultados del primer cuarto, las estimaciones de los analistas se mantienen vigentes (ver anexo 4 y 5). Como mencionamos anteriormente, los fundamentals de la empresa aún se mantienen. Las acciones de la industria, no solo de retail deportivo sino el retail en general, están siendo castigadas principalmente por el conflicto de Estados Unidos y China por las tarifas a las importaciones. Las estimaciones de los analistas previo al anuncio de los resultados eran en promedio de 64 dólares por acción (ver anexo 5) y luego de la publicación de los resultados de 59 dólares por acción (ver anexo 6). Las estimaciones de los analistas eran aún superiores a los precios de la acción previo al anuncio de los resultados del primer cuarto del 2019 (estaban en 55-57 dólares por acción). Luego del anuncio, los analistas ajustaron sus estimaciones aunque siguen estando muy por encima del precio actual.

Valuación

Para valuar la compañía se utilizaran los siguientes métodos: flujo de fondos descontados y valuación por múltiplos. En el primer caso, se proyectarán los flujos de fondos para los próximos 5 años y se los descontará a una tasa ajustada por el riesgo. Se evaluaran tres posibles escenarios: base, optimista y pesimista para determinar los posibles resultados futuros. En el segundo caso, se tomarán tres múltiplos: *Price to earnings*, *Enterprise Value to EBITDA* y *Enterprise Value to Sales*, y en función de los múltiplos de empresas comparables se determinará un valor, útil para comparar con el obtenido mediante el método de flujos descontados.

Método de flujo de fondos descontados

Ventas

Para la proyección de ventas se tomará como crecimiento esperado un 4% que corresponde al crecimiento proyectado para la industria de indumentaria deportiva. Esperamos que las ventas crezcan desde 3,5% en 2019 hasta 4% en el 2023. A su vez, separaremos las ventas entre los segmentos de negocio (online y físico) debido a la distinta proporción en el mix de ventas y las distintas etapas que están transitando. Las ventas online de Foot Locker en los últimos 3 periodos tiene un crecimiento promedio mayor al 9% mientras que las ventas en tiendas físicas un crecimiento promedio de 1,2%. Además, como vimos anteriormente la proporción de ventas es 85% por el negocio de tiendas físicas y 15% por el negocio online.

Para estimar la proporción de ventas online proyectadas a 2023 tomaremos como base la proporción de ventas de *e-commerce* dentro del volumen de ventas del retail en general para Estados Unidos. Actualmente el 10% de las ventas de retail se llevan a cabo a través de *e-commerce*, según datos proporcionados por *eMarketer,* quien también realiza una estimación de como crecerá por año. Se espera que esa proporción se incremente al 15% en 2022. En base a estos datos y con el porcentaje de ventas de e-commerce

sobre ventas totales de Foot Locker, planteamos una regresión simple para modelar de manera simplificada el crecimiento del negocio online de la empresa. En la tabla siguiente se exponen los datos previamente mencionados:

Año	Share of e-commerce in US Retail sales (eMarketer)	Foot Locker e-commerce / total sales
2010	4,6%	8,6%
2011	5,1%	9,1%
2012	5,5%	9,9%
2013	5,9%	11%
2014	6,6%	12,1%
2015	7,5%	12,7%
2016	8,2%	13,2%
2017	9,1%	14,3%
2018	10%	15,4%

Como vemos el negocio online de Foot Locker tiene más peso en porcentaje si lo comparamos con la totalidad del retail en Estados Unidos. Para estimar la proporción de ventas futuras online para Foot Locker regresamos la proporción de ventas de *e-commerce* del retail de Estados Unidos con las de Foot Locker, así obteniendo un Beta = 1,23. Esto indica que por cada 1% de aumento en la proporción de ventas de *e-commerce* en Estados Unidos, la proporción de ventas online de FootLocker aumenta 1,23%. Teniendo en cuenta las proyecciones que realiza *eMarketer* para la proporción de ventas de *e-commerce* dentro del retail de Estados Unidos proyectamos como sería la proporción de ventas del negocio online para Foot Locker.

Año	Proyected share of e-commerce in US Retail sales	Proyected Foot Locker e-commerce / total sales
2019 Proyectado	11,1%	16,8%
2020 Proyectado	12,4%	18,4%
2021 Proyectado	13,7%	20%
2022 Proyectado	15%	21,6%

La estimación parece razonable dada la fuerte inversión que está haciendo la empresa para escalar su negocio online. En base a lo estimado, se propone un mix de ventas del 75%-25% (ventas físicas-online) para el último año de la proyección. La empresa probablemente alcance estos niveles antes de este tiempo debido a los cambios en la industria, y por los esfuerzos que está haciendo para impulsar su negocio online.

Costo de ventas

El costo de ventas comprende el costo de la mercadería vendida, almacenamiento y distribución de los productos. Es decir, comprende todos los gastos incurridos por la compañía desde la compra del producto a los proveedores hasta la entrega a los clientes. Es una variable muy sensible para la industria puesto que la negociación del precio con los proveedores es clave para la posterior compra del producto por parte de los clientes. Estos últimos cuentan con toda la información disponible y prefieren comprar al distribuidor que ofrezca el menor precio.

Por otra parte, es una variable que ocupa gran parte del margen por lo que la gerencia de la empresa debe estar muy pendiente de la misma para alcanzar los objetivos de márgenes operativos de largo plazo. Los costos de ventas se han incrementado como porcentaje de las ventas por lo que para el modelo decidimos mantener esa tendencia (es una tendencia que se repite tanto en Foot Locker como en sus competidores). Este supuesto se basa principalmente en el entorno competitivo de la industria que hace muy difícil poder sostener los márgenes y en el poco margen de maniobra que tienen empresas del tipo de Foot Locker para incidir en la negociación con proveedores y clientes. Además, el reciente conflicto entre Estados Unidos y China puede traer grandes problemas para el costo de venta de los productos ya que las grandes marcas como Nike importan gran parte de su producción desde China. El aumento de tarifas a las importaciones provocaría un traslado a precio lo que perjudicaría fuertemente los márgenes.

En base a lo supuesto, el costo de ventas seguiría la siguiente tendencia en proporción con las ventas:

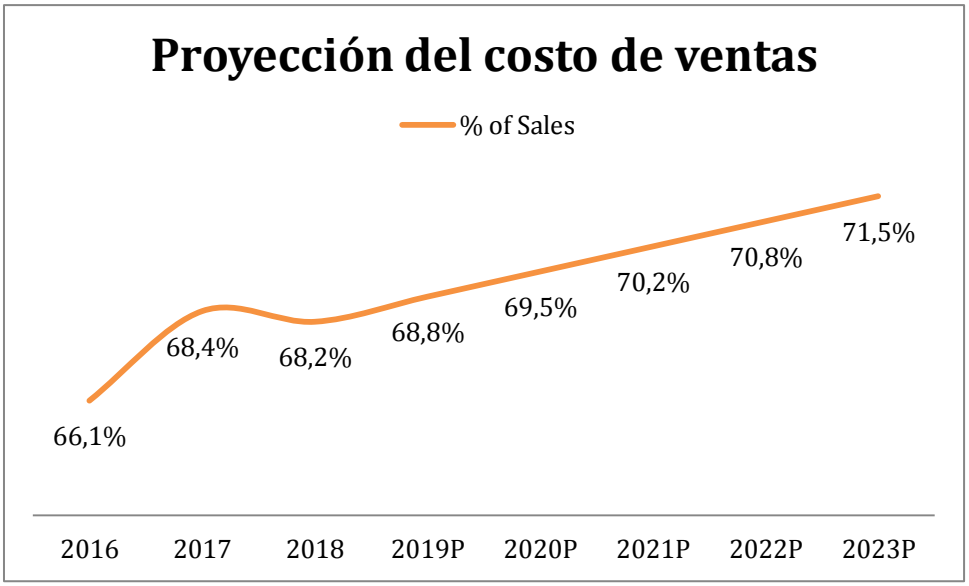


Gráfico 18: evolución costo de ventas proyectado. Elaboración propia.

En el gráfico anterior se puede ver como los costos de ventas como porcentaje de las ventas se incrementaron considerablemente en el periodo 2016-2017. Pero en el periodo siguiente, Foot Locker logró disminuirlo en 20 puntos básicos. La tendencia de largo plazo proyectada es alcista hasta niveles del 71,5% de ventas, ratio que es competitivo si comparamos contra los ratios actuales de sus competidores más directos (ver Gráfico 8: margen bruto). En conclusión, estimamos que el margen bruto de Foot Locker disminuya a niveles del 29% en función de la alta competencia en la industria, y que la empresa logre mantener ese margen entrando en la etapa de madurez.

Gastos operativos

Estos gastos comprenden principalmente sueldos e incentivos para empleados, publicidad y gastos para mantener la infraestructura de *e-commerce*.

Los gastos generales los modelamos como % de las ventas. En el pasado alcanzaron un 19 y 20 por ciento de las ventas con una tendencia alcista leve. Los resultados del primer cuarto de 2019 arrojaron un incremento de 100 puntos básicos. Los directivos de la compañía mencionaron en la *conference call* del primer cuarto que este incremento se debió a la suba en los salarios mínimos de los empleados, como también, a las inversiones en infraestructura y tecnología que está realizando la compañía, sumado a los

esfuerzos por ofrecer promociones y descuentos a través de las plataformas de *e-commerce* para hacer crecer el negocio online. Por poner un ejemplo, Amazon instauró el *free-shipping* (envío gratuito) para sus clientes asociados a *Prime* (servicio pago que ofrece múltiples beneficios), lo que se volvió obligatorio para la industria en términos competitivos. Es decir, para mantenerse competitivos las empresas debieron ofrecer este tipo de beneficios. Los gastos operativos se ven incrementados considerablemente al ofrecer este tipo de incentivos y se espera que sigan esta tendencia a medida que surjan nuevas innovaciones en la industria.

A los efectos del modelo decidimos que se incrementen desde los períodos actuales (20,3%) hasta alcanzar en el 2023 un 23% de las ventas, un incremento de 0,5% sobre ventas por año.

Alícuota de impuesto a las ganancias

En la última *conference call* los directivos mencionaron que la tasa efectiva anual rondará los 27,5%, incrementándose 2,5% con respecto a 2018. Utilizaremos esa tasa para los 5 años proyectados.

Resultados operativos estimados

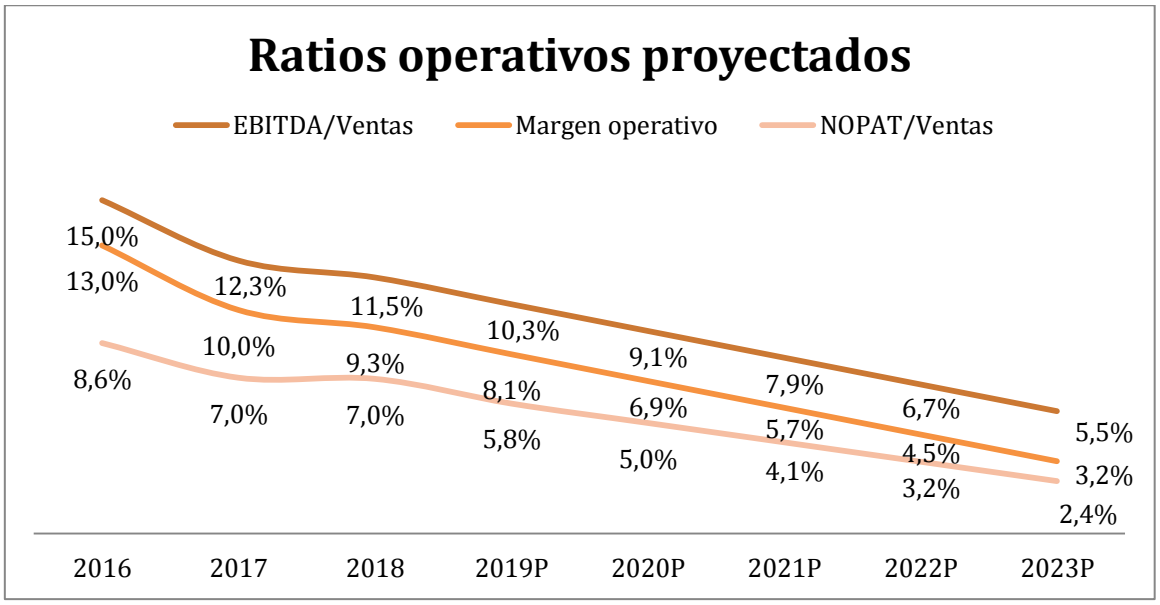


Gráfico 19: ratios operativos proyectados. Elaboración propia.

En base a los supuestos estimados hasta el momento, los ratios operativos proyectados seguirían la tendencia del gráfico. La disminución en los márgenes, producto de un incremento en los costos de ventas y gastos operativos, produce un decrecimiento de 100 puntos básicos en promedio por año para todos los ratios. Los resultados para el último año de proyección, EBITDA/Ventas: 5,5%, Margen operativo: 3,2% y NOPAT/Ventas: 2,4%, son ratios competitivos para la industria (ver gráfico 8: márgenes de los competidores especializados), y más teniendo en cuenta que el mercado está llegando a un punto de saturación, con Amazon ejerciendo una amenaza sobre los *market share* de sus competidores, y empresas como Foot Locker entrando en una transición hacia la madurez.

Amortización, Capex y activos fijos

Los montos de amortización y capex proyectados para 2019 salen de los planes anunciados por la compañía a principios de este año. En el *Capital Allocation Plan 2019* la junta directiva anunció una inversión de capex de 275 millones de dólares para el año entrante, y en la *conference call* del primer cuarto de 2019 se estimaron amortizaciones anuales por 185 millones de dólares.

Teniendo en cuenta la ecuación para calcular el capex, en general:

CapEx (t) = Variación de propiedad, planta y equipo + Amortizaciones (t)

Variación de propiedad planta y equipo (t) = PP&E (t) - PP&E (t-1)

Con los datos estimados de capex y amortizaciones de 2019, y el dato de PP&E (2018) podemos calcular el monto de propiedad, planta y equipo para 2019.

PP&E (2019) = CapEx - Amortizaciones + PP&E (2018)

PP&E (2019) = 275 - 185 + 836 = 926 millones de dólares.

Las proyecciones de capex, Amortizaciones y Propiedad, Planta y equipo para los años subsiguientes siguen los siguientes supuestos:

- Las amortizaciones de 2019 se proyectaron en base a lo estimado por el management de la empresa, un 2,25% sobre ventas y un 22% sobre propiedad, planta y equipo. Para los años subsiguientes se siguieron esos parámetros.
- Capex: el ratio de Capex/Ventas de 2019 se estima en 3,3%, alcanzando el ratio de 2016 e incrementado sustancialmente con respecto a 2018, dado la gran inversión de capex que inició la compañía durante este año (capex de expansión). El ratio para los años subsiguientes va en disminución producto de una estrategia a perpetuidad de mantenimiento, es decir, las erogaciones que se realizan son para mantener la capacidad instalada y la infraestructura. El ratio disminuye desde 3,4% sobre ventas hasta 2,25% en 2023. Además, se siguió el ratio de Capex/Amortizaciones haciéndolo decrecer hasta 100% en el último año de estimación. Ese ratio es el estimado por Damodaran para la industria de retail en general.
- Propiedad, Planta y Equipo: se proyecta igual que los montos proyectados para 2019, es decir, es resultado de las estimaciones de capex y de amortizaciones. En promedio, propiedad, planta y equipo sigue un ratio de 11,5% sobre ventas, incrementándose en casi 100 puntos básicos con respecto a 2018. El incremento se debe a las grandes inversiones que realiza la empresa en infraestructura y tecnología impulsadas mediante el *Capital Allocation Plan* de 2019. La fuerte inversión en propiedad, planta y equipo es necesaria para mantenerse competitivo en la industria, con una inclinación hacia equipamiento tecnológico (en canales digitales y tecnología para los canales de distribución, como por ejemplo, la instalación de tecnología RFID para monitorear el inventario).

Proyeccion de CAPEX, Activos Fijos y Amortizaciones								
	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Property and equipment	765	866	836	926	996	1044	1069	1069
PP&E/Sales	*9,9%*	*11,1%*	*10,5%*	*11,3%*	*11,7%*	*11,8%*	*11,7%*	*11,2%*
CAPEX	266	274	187	275	262	247	231	215
CAPEX/Sales	*3,4%*	*3,5%*	*2,4%*	*3,3%*	*3,1%*	*2,8%*	*2,5%*	*2,3%*
Amortizaciones	158	173	178	185	192	199	206	215
Amort/PP&E	*23,9%*	*22,6%*	*20,6%*	*22,1%*	*22,1%*	*22,1%*	*22,1%*	*22,1%*
Amort/Sales	*2,0%*	*2,2%*	*2,2%*	*2,3%*	*2,3%*	*2,3%*	*2,3%*	*2,3%*
CAPEX/Amort	*168,4%*	*158,4%*	*105,1%*	*148,6%*	*136,5%*	*124,3%*	*112,2%*	*100,0%*

Grafico 20: proyección de CapEx, Activos Fijos y Amortizaciones. Elaboración propia.

Capital de trabajo

Para estimar el capital de trabajo analizamos el manejo de inventario con detenimiento por ser la variable más sensible e importante para el negocio. Las otras variables, no tan influyentes, se estiman en base a promedios históricos.

- Los días de inventario vienen disminuyendo considerablemente y esperamos que para los próximos años lo siga haciendo dada la gran inversión en infraestructura y tecnología, como el sistema RFID, para mejorar los procesos y el manejo del inventario. Los días de inventarios disminuyen para el escenario base desde 86 días hasta 82 días para el último año de proyección.
- Las cuentas de otros activos y pasivos corrientes se estiman mediante el promedio histórico de los últimos 3 años, siendo 4,5% y 4,73% sobre ventas respectivamente.
- En cuanto a los días de cuentas a pagar se puede ver un salto desde 2017 (18 días) a 2018 (26 días). Lo más conveniente dada esta diferencia nos pareció proyectar una disminución en los días hasta el promedio de los últimos 3 años que es de 22 días.

Finalmente, el capital de trabajo proyectado da un resultado promedio de 11% sobre ventas, en línea con el periodo anterior. A continuación se muestra la discriminación del capital de trabajo:

Working Capital								
	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Inventario promedio	1296	1292,5	1273,5	1319	1367	1418	1472	1531
Rotación	*3,96*	*4,12*	*4,25*	4,29	4,33	4,37	4,41	4,45
Días	*92*	*89*	*86*	*85*	*84*	*84*	*83*	*82*
Otros activos corrientes	280	424	358	371	385	399	414	431
% of Sales	*3,6%*	*5,4%*	*4,5%*	*4,5%*	*4,5%*	*4,5%*	*4,5%*	*4,5%*
Cuentas a pagar	249	258	387	341	357	373	391	411
Rotación	*21*	*21*	*14*	17	17	17	17	17
Días	*18*	*18*	*26*	*22*	*22*	*22*	*22*	*22*
Otros pasivos corrientes	377	358	377	389	403	418	434	451
% of Sales	*4,9%*	*4,6%*	*4,7%*	*4,73%*	*4,73%*	*4,73%*	*4,73%*	*4,73%*
Working Capital	**950**	**1101**	**868**	**960**	**992**	**1026**	**1061**	**1100**
% of Sales	12%	14%	11%	11,7%	11,7%	11,6%	11,6%	11,5%

Gráfico 21: Proyección de Working Capital. Elaboración propia.

Descuento de flujos de fondos

Costo del capital

Para estimar el costo del capital tomamos el WACC (Weighted Average Cost of Capital) como medida del mismo. La fórmula viene dada por:

$$WACC = k_e \times \frac{E}{V} + k_d \times (1 - Tax\ rate) \times \frac{D}{V}$$

Siendo k_e = costo del capital propio, $\frac{E}{V}$ = proporción de capital propio en la estructura de capital, k_d = costo de la deuda, $Tax\ rate$ = alícuota de impuesto a las ganancias y $\frac{D}{V}$ = proporción de deuda en la estructura de capital.

En cuanto a la estructura de capital tomamos la capitalización de mercado y la deuda a valor libros para estimar los ratios. La capitalización de mercado la calculamos a partir del precio de mercado que es igual a 42 dólares por acción, multiplicado por la cantidad de acciones proyectadas para cada año de proyección. La deuda a valor libros se estimó en base a la otorgada en los balances. La deuda vence en Julio de 2022 pero tomamos como supuesto que se renueva la deuda para mantener el ratio de Deuda y Equity a perpetuidad. En promedio, el ratio de deuda sobre activos y equity sobre activos es igual a 3% y 97%, respectivamente.

Costo del capital propio

Para el cálculo del costo del equity utilizamos el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) definido por:

$$k_e = r_f + \beta \times ERP$$

Siendo r_f la tasa libre de riesgo, β una medida de riesgo de la acción con respecto al mercado y ERP (Equity risk Premium) la prima de riesgo.

La tasa libre de riesgo adoptada corresponde a la *yield* de los bonos del tesoro americano a 10 años, actualmente en 2,57%.

Para el cálculo del Beta se regresaron los *risk premium* de FootLocker (FL) y el índice S&P 500. El *risk premium* calcula el rendimiento por sobre la tasa libre de riesgo. Se tomaron los rendimientos mensuales de la acción y del índice de los últimos 5 años, y las tasas libres de riesgo correspondientes a cada mes. La Beta apalancada de Foot Locker tiene un valor de 0,58 lo que consideramos una buena aproximación a la calculada para la industria de calzado por Damodaran (Shoe industry = 0,75). A continuación se muestra la regresión entre los *risk premium* de la acción y del índice:

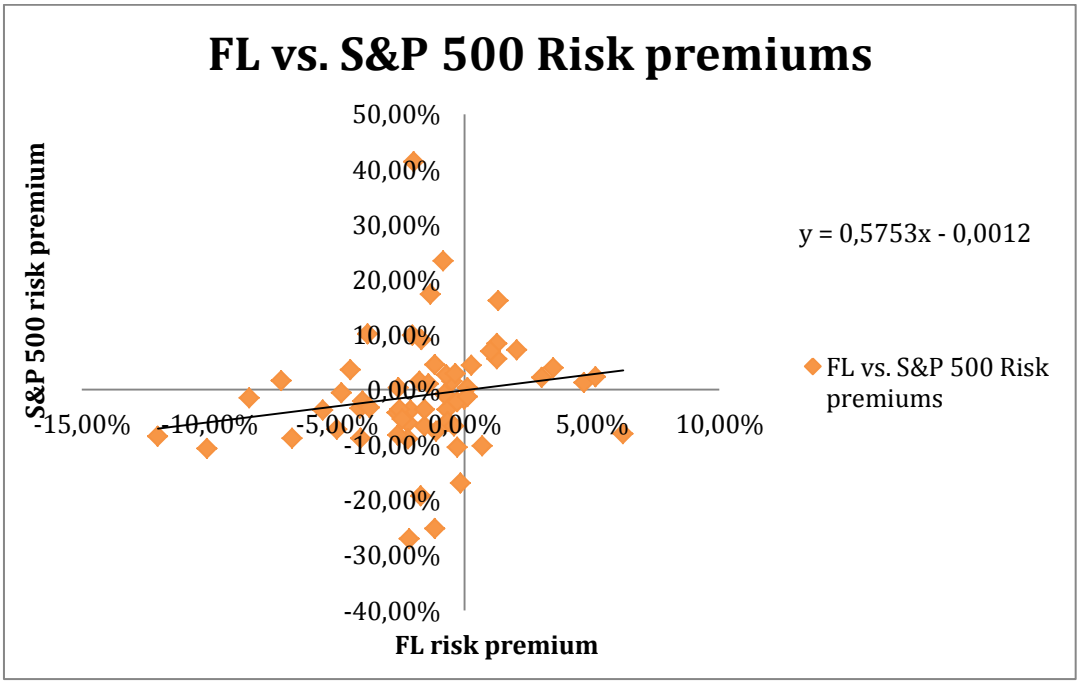


Gráfico 22: regresión acción de Foot Locker vs. Índice S&P 500.
Fuente: Yahoo! Finance. Elaboración propia.

Para la elección de la Beta utilizada en el modelo decidimos hacer la siguiente comparación dada la divergencia entre la beta calculada y las tomadas de distintas fuentes:

Fuente	Beta
Regresión vs. S&P 500	0,58
Damodaran (Shoe Industry)	0,75
Reuters	0,72

Tomamos la Beta de Reuters como la más confiable dado que es la sugerida y más utilizada por los analistas que siguen de cerca la acción de Foot Locker.

Por último, para el cálculo del ERP tomamos el promedio de los rendimientos anuales del S&P 500 de los últimos 30 años, igual a 9,1%, y le restamos la tasa libre de riesgo de 2,57%. Así el ERP es igual a 6,52% lo que consideramos una buena estimación debido a que el premio al riesgo suele estar entre valores cercanos a 5,5-6,5%.

Costo de la deuda

Para el cálculo del costo de la deuda utilizaremos la TIR (tasa interna de retorno) del bono que tiene emitido Foot Locker con vencimiento Enero de 2022.

Fecha	Cupón	Amortizacion	Cashflow
09/06/2019			-111
15/07/2019	4,25		4,25
15/01/2020	4,25		4,25
15/07/2020	4,25		4,25
15/01/2021	4,25		4,25
15/07/2021	4,25		4,25
18/01/2022	4,25	100	104,25

FootLocker Debentures
Emisión: 24 Enero 1992
Maturity: 18 Enero 2022
Intereses: 8,50%
Frecuencia: semianual
Base: 30/360
Precio de mercado (9/6): 111
TIR: 5,37%

Grafico 23: cashflow bono Foot Locker.

Fuente: Reuters. Elaboración propia.

El bono tiene una TIR del 5,37% lo que resulta una aproximación más que razonable. Otra forma de calcularlo es a través de los rating crediticios. La deuda de Foot Locker tiene una calificación de Ba1 (Moody´s) y BB+ (Standard and Poor). Damodaran adjudica a este tipo de rating un spread del 3% por sobre la tasa libre de riesgo. En vistas de ambos análisis, tomaremos la TIR de los bonos como el costo de deuda.

La deuda financiera de Foot Locker tiene vencimiento en Julio de 2022. A los fines del modelo suponemos que esa deuda se renueva para mantener los ratios de deuda. Así, la proyección del costo del capital tendrá la siguiente forma:

Calculo del WACC					
	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Costo del equity					
Risk free rate	2,57%	2,57%	2,57%	2,57%	2,57%
Beta	0,721	0,721	0,722	0,722	0,722
Market risk premium	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Ke	7,25%	7,26%	7,26%	7,26%	7,26%
Estructura de capital					
Shares	107	102	97	97	97
Price	42	42	42	42	42
Market Cap	4494	4284	4074	4074	4074
Debt (BV)	122	120	118	118	118
E/V	97%	97%	97%	97%	97%
D/V	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%
D/E	2,7%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%
Costo de la deuda					
Spread (deuda)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Kd (TIR)	5,37%	5,37%	5,37%	5,37%	5,37%
Tax rate	28%	28%	28%	28%	28%
WACC	**7,17%**	**7,17%**	**7,17%**	**7,17%**	**7,17%**

Grafico 24: cálculo del costo del capital. Elaboración propia.

Cabe aclarar que la estructura de capital se ve modificada por la cancelación de la deuda financiera y la posterior renovación realizada como supuesto, y por la disminución del *equity* producto de la recompra de acciones. El WACC no se ve alterado demasiado debido a la poca proporción de deuda sobre *equity.* A los fines del modelo, suponemos que la estructura de capital objetivo de la compañía es la alcanzada en las proyecciones a 2022, luego de la renovación de la deuda financiera y finalizado el plan de recompra de acciones.

Tasa de crecimiento a perpetuidad

El PBI real de Estados Unidos de largo plazo se espera que tenga un crecimiento alrededor del 1,8%, porcentaje que es menor al histórico. Los más optimistas proyectan un crecimiento del 2,5% y los más pesimistas alrededor del 1,5%. Para la estimación de los flujos a perpetuidad utilizamos un crecimiento a perpetuidad de 3,8% en base a las estimaciones de crecimiento de largo plazo para Estados Unidos, sumado a una inflación esperada. La

inflación estimada de largo plazo para Estados Unidos es de 2% anual según distintas fuentes consultadas (*OECD* e *International Monetary Fund*). Así, la tasa de crecimiento *g* a perpetuidad queda definida por:

*g = (1 + PBI real de largo plazo USA) * (1 + Inflación esperada de largo plazo USA)*

*G = (1 + 1,8%) * (1 + 2%) = 3,8%*

En base a los supuestos utilizados, la proyección de flujos de fondos queda de la siguiente manera:

Free Cash Flow Proyectado								
	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Ventas	**7766**	**7782**	**7939**	**8217**	**8513**	**8828**	**9163**	**9530**
growth	*4,8%*	*0,2%*	*2,0%*	*3,5%*	*3,6%*	*3,7%*	*3,8%*	*4,0%*
Stores	6744	6673	6714	6752	6843	6977	7150	7147
growth	*4,3%*	*-1,1%*	*0,6%*	*0,6%*	*1,3%*	*2,0%*	*2,5%*	*0,0%*
Square Footage	*13,12*	*13,3*	*13,24*	*13,24*	*13,24*	*13,24*	*13,24*	*13,24*
Sales by SF	*514*	*502*	*507*	*510*	*517*	*527*	*540*	*540*
% of Sales	*87%*	*86%*	*85%*	*82%*	*80%*	*79%*	*78%*	*75%*
Online	1022	1109	1225	1464	1670	1851	2013	2382
growth	*8,3%*	*8,5%*	*10,5%*	*10,5%*	*7,9%*	*5,9%*	*4,4%*	*3,3%*
% of Sales	*13%*	*14%*	*15%*	*18%*	*20%*	*21%*	*22%*	*25%*
Cost of sales	**-5130**	**-5326**	**-5411**	**-5655**	**-5916**	**-6194**	**-6490**	**-6814**
% of Sales	*66%*	*68%*	*68%*	*69%*	*69%*	*70%*	*71%*	*72%*
Margen bruto	*34%*	*32%*	*32%*	*31%*	*31%*	*30%*	*29%*	*29%*
Growth		*4%*	*2%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*
SGA	**-1472**	**-1501**	**-1614**	**-1714**	**-1822**	**-1936**	**-2059**	**-2192**
% of sales	*19,0%*	*19,3%*	*20,3%*	*20,9%*	*21,4%*	*21,9%*	*22,5%*	*23,0%*
EBITDA	**1164**	**955**	**914**	**847**	**775**	**698**	**614**	**524**
EBITDA/Ventas	*15,0%*	*12,3%*	*11,5%*	*10,3%*	*9,1%*	*7,9%*	*6,7%*	*5,5%*
Amortizacion	-158	-173	-178	-185	-192	-199	-206	-215
EBIT	**1006**	**782**	**736**	**662**	**584**	**499**	**408**	**310**
Margen operativo	*13,0%*	*10,0%*	*9,3%*	*8,1%*	*6,9%*	*5,7%*	*4,5%*	*3,2%*
Cash paid for taxes	341	237	184	182	161	137	112	85
Tax rate	*33,9%*	*30,3%*	*25,0%*	*27,5%*	*27,5%*	*27,5%*	*27,5%*	*27,5%*
NOPAT	**665**	**545**	**552**	**480**	**423**	**362**	**296**	**224**
NOPAT/Ventas	9%	7%	7%	6%	5%	4%	3%	2%
Amortizacion	158	173	178	185	192	199	206	215
Var. Working Capital	0	-151	233	-93	-32	-34	-35	-38
Working Capital	950	1101	868	960	992	1026	1061	1100
WC/Sales	*12,2%*	*14,1%*	*10,9%*	*11,7%*	*11,7%*	*11,6%*	*11,6%*	*11,5%*
Flujo operativo	**823**	**568**	**963**	**572**	**583**	**527**	**467**	**401**
Capex	-266	-274	-187	-275	-262	-247	-231	-215
% of Sales	*3,4%*	*3,5%*	*2,4%*	*3,3%*	*3,1%*	*2,8%*	*2,5%*	*2,3%*
Flujo de inversión	**-266**	**-274**	**-187**	**-275**	**-262**	**-247**	**-231**	**-215**
FREE CASH FLOW	557	294	776	297	321	280	235	186

Grafico 25: proyección de flujos de fondos. Elaboración propia.

Por último, el descuento de flujos de fondos mediante el WACC nos da un valor por acción de 55,45 dólares.

t	Free Cash F	WACC	Present Value
2019P	297	7,17%	277
2020P	321	7,17%	280
2021P	280	7,17%	227
2022P	235	7,17%	178
2023P	186	7,17%	132
TV	5799	7,17%	4102,6

PV	5197
- Debt	122
+ Cash	891
Value of Assets	6210
#Shares	112
Value per share	**55,45**

Grafico 26: flujos de fondos descontados y valor de la acción. Elaboración propia.

Análisis de sensibilidad

Es necesario sensibilizar el modelo para las variables más relevantes. Para eso, sensibilizamos las variables que inciden sobre los márgenes: Costo de ventas vs. Gastos administrativos, y las tasas de descuento: WACC vs. tasa de crecimiento a perpetuidad.

		Cost of Sales				
		70,5%	71,0%	71,5%	72,0%	72,50%
SGA	22,00%	86	78	70	63	55
	22,50%	79	71	63	55	47
	23%	71	63	55	48	40
	23,50%	64	56	48	40	32
	24,00%	56	48	40	33	25

Grafico 27: sensibilidad gastos operativos y costos de ventas. Elaboración propia.

		WACC				
		5,17%	6,17%	7,17%	8,17%	9,17%
g perpetuidad	2,8%	47	47	47	47	47
	3,3%	51	51	51	51	51
	3,8%	55	55	55	55	55
	4,3%	62	62	62	62	62
	4,8%	72	72	72	72	72

Grafico 28: sensibilidad de tasas de descuento. Elaboración propia. Elaboración propia.

Mediante los dos gráficos anteriores podemos corroborar el valor de la acción ante cambios en los parámetros del modelo. Cambios en las tasas de descuento no producen grandes cambios en el valor de la acción. Los costos de ventas y los gastos operativos afectan sensiblemente el valor de la acción por lo que resulta muy importante seguir de cerca los márgenes.

Proyección de deuda

La deuda financiera de Foot Locker son obligaciones negociables con valor libros de 118 millones de dólares con vencimiento a Enero de 2022. Además, en 2009 termino un contrato de swaps con una ganancia de 19 millones de dólares a amortizarse durante el periodo de la obligación negociable. A 2019 restan 6 millones sin amortizar. La empresa paga 8,5% de intereses por el valor de su deuda.

Para proyectar la deuda tomamos en cuenta el vencimiento de la deuda y el saldo a amortizar por la ganancia de swaps. Este último decidimos amortizarlo en iguales partes de 2 millones de dólares por año hasta el vencimiento de la deuda. Por otra parte, suponemos que la empresa renueva la deuda por la misma cantidad para mantener los ratios de deuda. Los intereses se calculan teniendo en cuenta el costo de la deuda de 8,5%, suponemos que ese costo se mantiene con la renovación de la deuda:

Proyeccion de Deuda					
Año	Saldo sin amortizar	Amortizacion por ganancia de swap	ON	BV of LT Debt	Intereses pagados (8,5%)
2009	19	-1	118	136	12
2010	18	-1	118	135	11
2011	17	-2	118	133	11
2012	15	-1	118	132	11
2013	14	-1	118	131	11
2014	13	-1	118	130	11
2015	12	-1	118	129	11
2016	11	-2	118	127	11
2017	9	-2	118	125	11
2018	7	-1	118	124	11
2019P	6	-2	118	122	10
2020P	4	-2	118	120	10
2021P	2	-2	118	118	10
2022P	0	0	118	118	10
2023P	0	0	118	118	10

*Estimaciones

Grafico 29: proyección de deuda.

Fuente: Foot Locker 10K 2009-2018. Elaboración propia.

Proyección de Equity

Para la proyección del equity se tuvieron en cuenta el plan de recompra de acciones y el pago de dividendos aprobado a principios de este año por el management.

Por un lado, el plan de recompra de acciones consta de 1,2 mil millones de dólares a utilizarse durante 3 años para recomprar acciones. En la *conference call* del primer cuarto de 2019 Lauren Peters, CFO de la compañía, aclaró: *"We have a $1.2 billion three-year authorization. Execution of the program is subject to various strategic, financial and legal parameter that vary from time to time. We do intend to continue to implement that program when appropriate."* Es decir, la recompra de acciones se efectiviza si se dan ciertas condiciones estratégicas, financieras y legales. Por lo pronto, podemos inferir que la empresa recomprará acciones cuando el precio de la misma este barato. Por eso, podemos prever una fuerte recompra luego de la caída en el precio de la acción después de la entrega de resultados del primer cuarto de 2019.

Por otro lado, la compañía viene incrementando el dividendo por acción todos los años. Dados los dividendos repartidos durante el primer cuarto, se espera que en 2019 los dividendos por acción sean de 1,52, incremento que fue aprobado por la junta directiva a principios de este año. A los fines del modelo mantuvimos ese nivel de dividendos por acción durante los 5 años proyectados. Probablemente la empresa aumente el pago de dividendos como lo viene haciendo históricamente.

En función del plan de recompra modelamos la cantidad de acciones proyectadas. Por un lado, la empresa tiene un plan de recompra que se extenderá durante 3 años por lo que no podemos decir que seguirá recomprando acciones más allá de ese periodo. Por otro lado, como explicamos anteriormente la empresa no necesariamente utilice todo el presupuesto que tiene para recomprar acciones sino que tendrá que ver más con decisiones estratégicas. Por la dificultad que implica modelar las acciones futuras, suponemos que se recompran 5 millones de acciones por año a un precio de 42 dólares por acción (precio al 12 de Junio de 2019).

A continuación se exponen los drivers para proyectar el equity en base a los supuestos tomados:

Proyeccion de Equity										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Resultados del ejercicio	520	541	664	284	541	470	413	352	286	214
Dividendos del ejercicio	-126	-139	-147	-157	-154,56	-163	-155	-147	-147	-147
Recompra acciones						-210	-210	-210	0	0
Equity	2496	2553	2710	2519	2506	2603	2651	2645	2784	2851
Cash dividend per share	0,88	1	1,1	1,24	1,38	1,52	1,52	1,52	1,52	1,52
Shares (in millions)	143	139	134	127	112	107	102	97	97	97
Disminucion de acciones		-4,00	-5,36	-7,02	-14,61	-5,00	-5,00	-5,00	0,00	0,00
Dividendos pagados	125,84	139	147	157	154,56	163	155	147	147	147
Payout ratio	24%	26%	22,1%	55,3%	28,6%	35%	38%	42%	52%	69%

Grafico 30: proyección de equity. Elaboración propia.

Balance, Estado de Resultados y Ratios para el escenario base

En base a los supuestos utilizados, la proyección del balance, estado de resultados y principales ratios queda de la siguiente manera:

FootLocker, Inc. Proyected Balance Sheet								
	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Assets								
Cash and cash equivalent:	1046	849	891	798	742	653	731	759
Caja/Ventas	*13%*	*11%*	*11%*	*10%*	*9%*	*7%*	*8%*	*8%*
Merchandise inventories	1307	1278	1269	1319	1367	1418	1472	1531
Other current assets	280	424	358	371	385	399	414	431
Current assets	*2633*	*2551*	*2518*	*2489*	*2494*	*2470*	*2617*	*2721*
Property and equipment	765	866	836	926	996	1044	1069	1069
Deferred taxes	161	48	87	87	87	87	87	87
Goodwill	155	160	157	157	157	157	157	157
Other intangible assets	42	46	24	24	24	24	24	24
Other assets	84	290	198	198	198	198	198	198
Total Assets	**3840**	**3961**	**3820**	**3881**	**3957**	**3981**	**4153**	**4256**
Liabilities								
Accounts payable	249	258	387	341	357	373	391	411
Accrued and other liabilit	363	358	377	389	403	418	434	451
Current liabilities	*612*	*616*	*764*	*730*	*760*	*791*	*825*	*862*
Long term debt	127	125	124	122	120	118	118	118
Other liabilities	391	701	426	426	426	426	426	426
Total Liabilities	**1130**	**1442**	**1314**	**1278**	**1306**	**1335**	**1369**	**1406**
Shareholders Equity	**2710**	**2519**	**2506**	**2603**	**2651**	**2645**	**2784**	**2851**
Liabilities + Equity	3840	3961	3820	3881	3957	3981	4153	4256

Grafico 31: balance proyectado. Elaboración propia.

El ratio de caja sobre ventas se ve disminuido producto de las erogaciones tanto por inversiones en capital como de recompra de acciones, la política de dividendos y la cancelación de la deuda financiera, aunque sigue estando por encima de los parámetros de la industria (ver gráfico 15: caja/ventas). Las cuentas *deferred taxes*, *goodwill*, *other intangible assets*, *other assets* y *other liabilities* se mantienen constantes dada la dificultad en su estimación.

Estado de Resultados Proyectado								
	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Ventas	7766	7782	7939	8217	8513	8828	9163	9530
Costo de ventas	-5130	-5326	-5411	-5655	-5916	-6194	-6490	-6814
Sales, general and adm.	-1472	-1501	-1614	-1714	-1822	-1936	-2059	-2192
Other operating expense	-6	-211	-37					
EBITDA	1158	744	877	847	775	698	614	524
Amortizacion	-158	-173	-178	-185	-192	-199	-206	-215
EBIT	1000	571	699	662	584	499	408	310
Tax rate	34%	42%	26%	28%	28%	28%	28%	28%
NOPAT	659	333	515	480	423	362	296	224
Intereses pagados	-11	-11	-11	-10	-10	-10	-10	-10
Otros resultados	16	-38	37					
Resultado Neto	664	284	541	470	413	352	286	214

Grafico 32: Estado de Resultados proyectado. Elaboración propia.

Los gastos nombrados como *other operating expense* son gastos por litigaciones y no son estimados producto de la volatilidad de los mismos. Lo mismo ocurre con la línea “otros resultados”.

La compresión en los márgenes se debe no solo a la gran rivalidad de la industria sino a la etapa de transición hacia la madurez que atraviesa la compañía. Las grandes inversiones en capex no necesariamente garantizan ventajas competitivas o beneficios futuros ciertos sino que son inversiones necesarias para mantenerse competitivo en la industria. A continuación, podemos ver la evolución de los principales ratios para los años proyectados. En general, son bastante estables con una leve disminución año a año en los ratios de rentabilidad, mientras que en los ratios de apalancamiento los cambios reflejan la cancelación de la deuda financiera, y la posterior renovación tomada como supuesto.

Ratios proyectados								
Growth ratios	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Revenues	5%	0%	2%	3%	4%	4%	4%	4%
EBITDA	18%	-36%	18%	-3,4%	-8,5%	-10,0%	-12,0%	-14,7%
EBIT	19%	-43%	22%	-5,3%	-11,9%	-14,5%	-18,3%	-24,1%
NOPAT	19%	-49%	54%	-7%	-12%	-14%	-18%	-24%
Net Income	23%	-57%	90%	-13%	-12%	-15%	-19%	-25%
Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Margen bruto	33,9%	31,6%	31,8%	31,2%	30,5%	29,8%	29,2%	28,5%
Margen operativo	12,9%	7,3%	8,8%	8,1%	6,9%	5,7%	4,5%	3,2%
Margen neto	8,6%	3,7%	6,8%	5,7%	4,9%	4,0%	3,1%	2,2%
EBITDA/Ventas	14,9%	9,6%	11,0%	10,3%	9,1%	7,9%	6,7%	5,5%
NOPAT/Ventas	8,5%	4,3%	6,5%	5,8%	5,0%	4,1%	3,2%	2,4%
ROE	24,5%	11,3%	21,6%	18,0%	15,6%	13,3%	10,3%	7,5%
ROIC	20,6%	9,9%	16,8%	15,2%	13,2%	11,3%	8,9%	6,6%
Ratios de eficiencia	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Rotacion inventario	3,9	4,2	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5
Rotacion proveedores	21	21	14	17	17	17	17	17
Días de inventario	93	88	86	85	84	84	83	82
Días de Cuentas a pagar	18	18	26	22	22	22	22	22
Ciclo conversion caja (días	79	84	69	72	71	70	69	68
Rotacion de activos	2,4	2,3	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8
Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Liquidez corriente	4,30	4,14	3,30	3,41	3,28	3,12	3,17	3,16
Quick ratio	1,71	1,38	1,17	1,09	0,98	0,83	0,89	0,88
Apalancamiento	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
D/C (BV)	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
D/E (BV)	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%
Costo deuda promedio	8,5%	8,5%	8,9%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Costo deuda promedio ne	5,6%	5,0%	6,5%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Cobertura de intereses	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
EBIT/Intereses	93	54	64	64	57	50	41	31
EBITDA/Intereses	107	70	80	82	76	70	61	52

Grafico 33: ratios proyectados. Elaboración propia.

Analizando nuevamente los objetivos de largo plazo propuestos por el management, podemos decir que las ventas alcanzan el objetivo de rango medio de un digito (4-6%) y alcanzan el crecimiento esperado para la industria (4% por año). Las ventas por pies cuadrados superan ampliamente los objetivos de largo plazo (525-575 ventas por pies cuadrados). Para estimar este resultado, mantuvimos los pies cuadrados actuales como constantes (13,24), y calculamos las ventas de pies cuadrados futura con la proyección de ventas en tiendas físicas (ver gráfico 23: proyección de flujos de fondos). Las ventas por pies cuadrados proyectadas en 2023 son de 540. El supuesto tomado sobre los pies cuadrados constantes resulta controversial si la estrategia de la empresa es reducir su capacidad de pies cuadrados. Decidimos mantenerlo constante para no realizar supuestos erróneos que no sabemos si van a ocurrir. De todas formas, si los pies cuadrados disminuyen el ratio se incrementaría aún más.

En cuanto a los objetivos de márgenes estaban estipulados entre 10 y 12% para el operativo y, 7 y 9% para el neto. Como mencionamos anteriormente, esperamos que los márgenes de la empresa se vean disminuidos producto de la fuerte competencia, el grado de madurez que alcance la empresa, y las presiones del entorno en cuanto a crecimiento de salarios y el conflicto comercial que afecta a las importaciones desde China. En vistas de lo descripto, el margen operativo disminuye a 3,2% en 2023 desde los 8,8% actuales, y el margen neto a 2,2% desde los 6% actuales.

Por último, los directivos se propusieron ratios de eficiencia en torno a 3-4 veces de rotación de inventario y 14-16% para el ROIC. En el primer caso, vemos una rotación de inventario mejorada desde 4,3 actualmente a 4,5 y esto se debe a los esfuerzos que realiza la compañía para mejorar la gestión de inventario a través de inversiones en centros de distribución e infraestructura tecnológica (por ejemplo la instalación de RFID en todo su inventario). En el segundo caso, el ROIC se ve disminuido desde 16% a 6,6% siguiendo la tendencia de los márgenes.

En conclusión, los ratios proyectados no alcanzarían la totalidad de los objetivos de largo plazo propuestos por el management principalmente por la compresión en los márgenes. Este supuesto suena lógico si pensamos que Foot Locker está ingresando en un periodo de madurez en el que sigue invirtiendo fuerte para mantenerse competitivo, ante la gran rivalidad que existe en la industria y las presiones externas a nivel país. Sin embargo, los ratios siguen siendo positivos si comparamos con los ratios actuales de sus competidores directos (especializados en deporte).

Supuestos escenarios pesimista y optimista

Para profundizar el análisis decidimos modelar dos escenarios alternativos, uno pesimista y otro optimista.

Escenario pesimista: las ventas crecen a un ritmo del 3%, por debajo de los parámetros de la industria. Las ventas de 2019 no alcanzan los pronósticos esperados debido al entorno competitivo de la industria, sumado a la guerra comercial entre Estados Unidos y China que afecta directamente a los retailers especializados. Esto último, acelera la tasa del costo de ventas ya que la suba

de tarifas a importaciones por parte de Estados Unidos afecta directamente a los márgenes. En vistas de este contexto, la empresa no logra financiarse mediante sus proveedores y vuelve a los niveles de días de proveedores de 2016 y 2017 (18 días). En cuanto al manejo de inventario, si se logran mejoras producto de las grandes inversiones que está realizando la empresa, pero a un ritmo menor que en el escenario base. Finalmente, la tasa de crecimiento a perpetuidad se estima en 3,53% en base a un crecimiento menor en el PBI de Estados Unidos.

Escenario optimista: las ventas se incrementan por encima de las estimaciones de la industria (4%), alcanzando la parte superior de los objetivos de mediano-largo plazo de la empresa (6%) principalmente impulsados por el negocio online con una mayor participación en el mix de ventas. El costo de ventas crece a un ritmo menor producto de buenas negociaciones con los proveedores y la empresa logra financiarse un poco más mediante estos (menor decrecimiento de los días de cuentas a pagar). En cuanto al manejo del inventario, las inversiones en infraestructura (centros de distribución) y en tecnología (RFID), sumado a una mejora en los procesos, produce un mejor manejo del inventario. Por último, la tasa de crecimiento a perpetuidad se estima en 4,04% como resultado de un mayor crecimiento del PBI de largo plazo de Estados Unidos.

En resumen, los supuestos que se modificaron fueron los siguientes:

	Escenario pesimista	Escenario optimista
Crecimiento de ventas	3% durante todo el periodo proyectado	De 3,5% en 2019 a 6% en 2023
Costo de ventas	Desde 68,2% en 2018 a 72% sobre ventas en 2023.	Desde 68,2% en 2018 a 71% sobre ventas en 2023
Crecimiento a perpetuidad	3,53%; crecimiento esperado del PBI de EEUU: 1,5%	4,04%; crecimiento esperado del PBI de EEUU: 2%
Días de inventario	Desde 86 días a 84 días	Desde 86 días a 80 días.
VALOR	44,05	66,09

Como vemos, la modificación de ciertos parámetros del modelo modifica considerablemente el valor de la empresa. En los anexos se encuentran los flujos de fondos, balance y resultados de los distintos escenarios.

Múltiplos

Para la valuación por múltiplos utilizaremos los múltiplos *Price to Earnings* (P/E), *Enterprise Value to EBITDA* (EV/EBITDA) y *Enterprise Value to Sales* (EV/Sales). Este tipo de valuación suele ser complementario a la valuación por descuento de flujos de fondos, y la idea radica en generar un grupo de empresas comparables para llegar a un múltiplo para la industria, y utilizarlo para valuar a la compañía. Se toma un grupo de comprables ya que no existen empresas idénticas para comparar. De los competidores especializados tomaremos a Dick´s Sporting Goods y Hibbett Sports dado que las otras empresas tienen resultados negativos. Para ampliar el grupo de comparables tomamos otros retailers especializados tanto del segmento de calzado como de indumentaria no deportiva. Estas empresas no son consideradas como competidores puros pero sus negocios comparten riesgos similares. El siguiente grafico muestra el grupo de comparables junto a sus múltiplos correspondientes, y la media y mediana estimada para la industria.

Ratios de empresas comparables				
Sports Specialty Retail Comparables	**P/E (ttm)**	**P/E (forward)**	**EV/EBITDA**	**EV/Sales**
Hibbett Sports	14,5	11,3	5,4	0,3
Dick´s Sporting Goods	10,9	10,0	4,9	0,4
Other Specialty Retail Comparables				
Shoe Carnival	10,5	9,2	4,5	0,3
Nordstrom	8,9	8,2	4,3	0,4
Gap	7,2	8,2	3,8	0,4
American Eagle	11,8	10,1	5,4	0,7
Abercrombie Fitch	15,2	11,7	2,2	0,2
Ross Stores	21,5	18,1	13,9	2,2
Media industria	**12,6**	**10,8**	**5,6**	**0,6**
Mediana industria	**11,4**	**10,0**	**4,7**	**0,4**

Grafico 34: grupo de comparables.

Fuente: Yahoo! Finance. Elaboración propia.

Como conclusión principal podemos decir que estas empresas sufrieron en el último tiempo una caída en el precio de su acción producto de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, que afecta directamente a los retailers especializados. Este es uno de los riesgos similares que comparten estas empresas de retail. Otra conclusión que se deduce del gráfico es una reducción en el ratio de *Price to Earnings*. Esto puede verse si comparamos el múltiplo *Price to Earnings ttm (trailing twelwe month)* y el *Price to Earnings Forward*. El primero mide el múltiplo con las ganancias pasadas de los últimos 12 meses, mientras que el segundo con las ganancias proyectadas por los analistas para el próximo año. El múltiplo *forward* fue tomado en base al calculado por *Yahoo! Finance*. La reducción en el múltiplo se debe tanto a la baja en los precios de la acción y a las menores ganancias proyectadas con respecto a las del último año. Por otra parte, la reciente caída en las acciones de retail no solo afecta a los múltiplos de *Price to Earnings* sino también a los múltiplos de *Enterprise Value.*

Price to earnings

$$\frac{P}{E} = \frac{Market\ price}{Earnings\ per\ share\ (EPS)}$$

El objetivo es obtener el valor de mercado en base a parámetros de la industria, por lo que multiplicaremos el ratio P/E de la industria por el EPS de la compañía.

Para el cálculo del *Price to Earnings* tomamos la mediana de la industria que tiene un ratio aproximado de 10, y en consecuencia elaboramos la matriz de valuación con un rango entre 9 y 11.

El EPS (Earnings per share) de Foot Locker proyectado en base a mis estimaciones tiene un valor de 4,38 y se lo sensibilizo en un rango de entre 3,38 y 5,38 ganancias por acción.

EPS	P/E				
	9x	9,5x	10x	10,5x	11x
3,38	30	32	37	36	37
3,88	35	37	39	41	43
4,38	39	42	44	46	48
4,88	44	46	49	51	54
5,38	48	51	54	57	59

Grafico 35: matriz de Price to Earnings. Elaboración propia.

El múltiplo *Price to Earnings* arroja un valor aproximado de 44 dólares por acción, aunque puede ir variando entre 37-51 según los valores más probables de la matriz.

Enterprise Value to EBITDA

El precio de mercado se encuentra dentro del *Enterprise Value* por lo que hay que despejarlo:

$$Enterprise\ Value = Market\ Cap + \ Deuda - Cash$$

$$Market\ Cap = Precio\ \times \#Shares$$

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{Precio\ \times \#Shares + Deuda - Cash}{EBITDA}$$

Tomamos la mediana de la industria como una aproximación en 5 y armamos la matriz con valores entre 4 y 6. El EBITDA proyectado para 2019 según mis estimaciones ronda los 877 millones de dólares, y se lo sensibilizo a los fines de armar la matriz con un rango de entre 100 millones de dólares.

Para llegar al valor de la acción tomamos la deuda a valor libros, la cantidad de acciones en circulación y la cantidad de caja en base al último balance presentado (primer cuarto 2019). Así obtenemos un valor por acción de 49, que puede variar entre 43 y 59 según la matriz de mayor probabilidad.

EV	EV/EBITDA				
	4x	4,5x	5x	5,5x	6x
777	37	41	44	48	51
827	39	43	47	54	54
877	41	45	49	57	57
927	43	47	51	59	59
977	45	49	53	62	62

Grafico 34: matriz de Enterprise Value / EBITDA. Elaboración propia.

Enterprise Value to Sales

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{Price \times \#Shares + Debt - Cash}{Sales}$$

Tomamos el promedio del múltiplo para la industria que es igual a 0,5 y las ventas proyectadas para 2019. Además, tomamos la deuda financiera, la caja y las acciones en circulación del último balance presentado (primer cuarto 2019).

El precio por acción según este múltiplo es igual a 46. Se sensibilizó el múltiplo entre 0,4-0,6 y las ventas proyectadas entre 8017-8417 millones de dólares.

Ventas	EV/Sales				
	0,4x	0,45x	0,5x	0,55x	0,6x
8017	38	42	46	49	53
8117	39	42	46	50	53
8217	39	43	46	50	54
8317	39	43	47	51	54
8417	40	44	47	51	55

Grafico 35: matriz de Enterprise Value to Sales. Elaboración propia.

El precio por acción estimado es de 46 dólares por acción, pudiendo variar entre 42-51 según las circunstancias.

En base a la valuación por múltiplos, que trata de estimar el precio de la acción en base a los múltiplos de la industria, podemos decir que la valuación del escenario base por el método de flujos descontados está alineada a los parámetros de la industria. Los resultados de la valuación por múltiplos se

encuentran, en mi opinión, subestimados. La razón principal radica en el conflicto comercial entre Estados Unidos y China que afecta directamente a los retailers especializados que importan desde China.

Resultados de la valuación: métodos de flujos de fondos descontados (DCF) y múltiplos

Método	Precio por acción (sensibilidad)
DCF: Pesimista	44,05
DCF: Base	55,45
DCF: Optimista	66,09
Múltiplos: P/E	44 (37-51)
Múltiplos: EV/EBITDA	49 (43-59)
Múltiplos: EV/Sales	46 (42-51)

A continuación se muestra la evolución de los precios de la acción de Foot Locker durante los últimos 5 años. La acción cotiza en el índice Nasdaq bajo el ticker FL. La acción tuvo precios de cierre máximo de 77 y precios de cierre mínimos de 29 durante el periodo. Durante los últimos dos años los precios se concentraron en un valor cercano a 50, y en el periodo 2014-2017 en un precio cercano a 60. Actualmente se encuentra en niveles cercanos a 40 producto del declive iniciado el día 24 de mayo de 2019 luego de la publicación de los resultados del primer cuarto del año. Esperamos que la acción alcance nuevamente los niveles de 50 dólares por acción luego de que se despeje la tendencia bajista producto de los resultados y a la espera de una resolución de la guerra comercial entre Estados Unidos y China.

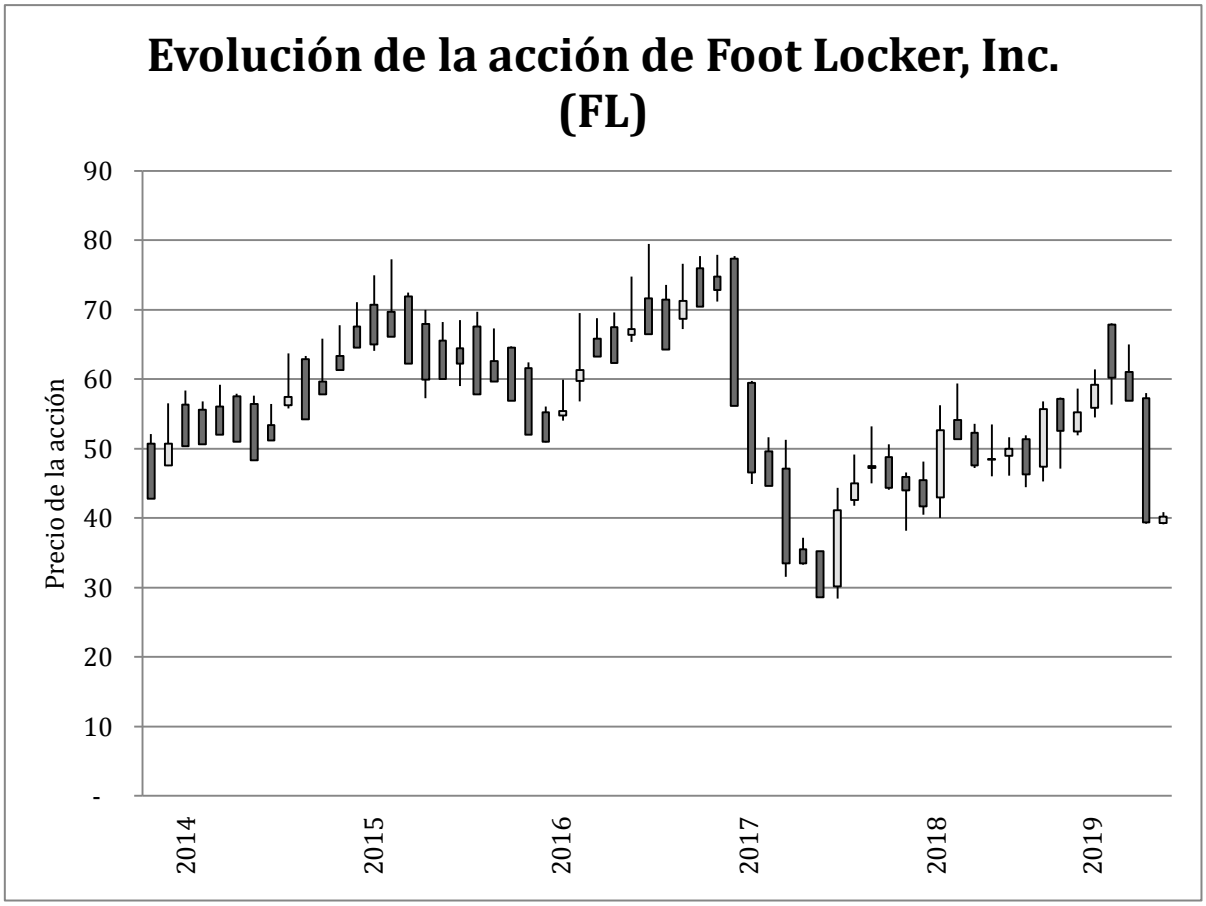


Grafico 36: evolución de la acción de Foot Locker periodo 2014-2019.

Fuente: Yahoo! Finance. Elaboración propia.

Conclusión

En conclusión, el valor intrínseco de la acción de Foot Locker debería ubicarse en un rango superior a los 45 dólares y no más allá de los 60 dólares, según la valuación por descuento de flujos de fondos para el escenario base y la valoración por múltiplos. Los escenarios pesimista y optimista son pruebas de estrés al modelo realizado y dejarían a la acciones en valores límites de 44,05 y 66,09 dólares por acción.

La compañía se encuentra en una situación bastante favorable con respecto a sus competidores directos especializados. A diferencia de ellos, presenta solidos estados financieros, mejor eficiencia operativa, mayor trayectoria en el negocio y expansión internacional. Las amenazas y debilidades que enfrenta Foot Locker están presentes en los modelos de negocio de todos sus competidores: la dependencia casi absoluta de un solo proveedor (Nike), la suba de tarifas a importaciones desde China, la suba en los salarios mínimos de los empleados y la intensa competencia dentro del sector reflejada principalmente en la amenaza de Amazon por llevarse gran parte de la cuota de mercado.

La empresa presupuesto para este año una inversión de capex de 275 millones de dólares, un incremento sustancial con respecto al año anterior. El objetivo es mejorar sus capacidades digitales, no solo mejorando el negocio de *e-commerce* sino también equipando su cadena de suministros con infraestructura tecnológica. La idea detrás de esta gran inversión es mantener a la empresa dentro de los estándares competitivos de la industria. En mi opinión, estas inversiones le generaran ventajas competitivas con respecto a sus competidores directos especializados, y también le permitirían mantenerse competitivo frente a empresas como Amazon, una de las más disruptivas en el sector.

Las proyecciones realizadas tienen como premisa que Foot Locker está entrando en una etapa de madurez. Por un lado, la industria está entrando en esa misma fase, con una gran cantidad de competidores establecidos, pero con barreras de entrada altas para competidores pequeños. Por otra parte, las políticas de la empresa muestran rasgos típicos de empresas maduras,

principalmente en sus decisiones de inversión (crecimiento en el pago de dividendos, recompra de acciones, cancelación de deuda financiera). Esperamos en este sentido, una fuerte reducción en los márgenes no solo por la etapa que está transitando la empresa sino por razones de la industria: incremento en los costos de ventas por la suba de tarifas a importaciones desde China y, un incremento en los gastos operativos por la suba en los salarios mínimos de empelados y los esfuerzos por ofrecer descuentos y promociones por canales online.

Finalmente, esperamos que la empresa siga generando valor para sus accionistas en el mediano plazo por las razones mencionadas anteriormente. Además, el precio de la acción se encuentra subvaluado en el mercado hoy a $42 dólares y esperamos una corrección en su valor bajo estas condiciones.

Bibliografía

Koeller, Tim; Goedhart, Marc; Wessels, David (2010). *Valuation. Measuring and managing the value of companies (Fifth Edition)*. McKinsey & Company, Estados Unidos.

Balances de empresas: FootLocker 10K (2014-2019), FootLocker 2018-2019 10Q, Hibbett Sports 10K (2014-2019), Big 5 Sporting Goods 10K (2014-2019), Finish Line 10K (2014-19), Dick´s Sporting Goods 10K (2014-19).

Baker, S. (2019). Nike, Adidas, and more than 170 other shoe companies warned of the trade war's 'catastrophic' impact on Americans in a scathing letter to Trump. *Business Insider*. Recuperado de https://www.businessinsider.com/nike-adidas-shoe-giants-warn-trump-against-catastrophic-trade-war-2019-5

Finerman, K. (2019, Mayo 24). Foot Locker a major buzz kill today as shoe retailer gets stomped after earnings. *Fast Money – CNBC*. Recuperado de https://www.cnbc.com/video/2019/05/24/foot-locker-a-major-buzz-kill-today-as-shoe-retailer-gets-stomped-after-earnings.html

Foot Locker Inc. Q1 2019 Earnings Call. Recuperado de https://www.fool.com/earnings/call-transcripts/2019/05/24/foot-locker-inc-fl-q1-2019-earnings-call-transcrip.aspx

Committee for a Responsible Federal Budget (2017). How fast can America grow? Recuperado de https://www.crfb.org/papers/how-fast-can-america-grow

Inflation Forecast (2019). *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD). Recuperado de https://data.oecd.org/price/inflation-forecast.htm

Inflation rate, average consumer price (2019). *International Monetary Fund* (IMF). https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/USA

Foot Locker Inc. (2019). Foot Locker, Inc. Announces 2019 Capital Allocation Plans. *Pr Newsire*. Recuperado de https://www.prnewswire.com/news-releases/foot-locker-inc-announces-2019-capital-allocation-plans-300799179.html

Damodaran, A (2019). *Damodaran online*.

- Betas by Sector (US). Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread. Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm
- Capital Expenditures by Sector (US). Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/capex.html

eMarketer (2019). US Retail Ecommerce Sales, 2018-2022 (billions, % change and % of total retail sales). Recuperado de https://www.emarketer.com/Chart/US-Retail-Ecommerce-Sales-2018-2022-billions-change-of-total-retail-sales/222514

Statista (2018). *FootLocker Dossier*.

MarketLine (2016). *Company Profile: FootLocker, Inc.* MarketLine Report.

Otras fuentes consultadas: Yahoo! Finance, Eikon (Thomsom Reuters), Morningstar, Fred – Economic Data, Investing.com.

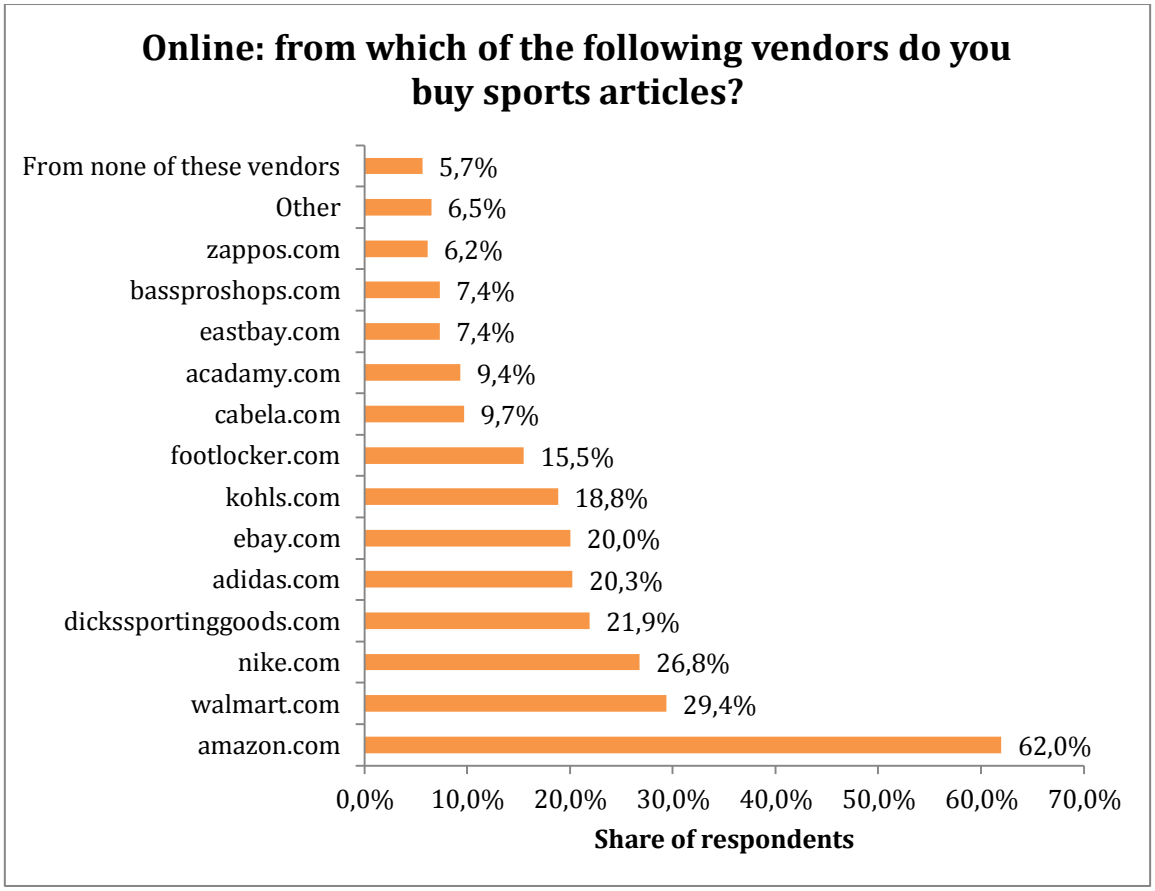
Anexos

Anexo 1: evolución de tiendas por zona geográfica o segmento de negocio.

Stores by brand segment					
	2014	2015	2016	2017	2018
FootLocker US	1015	971	948	910	886
FootLocker Europe	603	606	622	636	642
FootLocker Canada	126	125	119	111	107
FootLocker Asia/Pacific	91	94	95	98	99
LadyFootLocker	198	156	124	85	57
KidsFootLocker	357	374	411	436	428
Footaction	272	268	261	260	250
Champs Sports	547	550	545	541	535
Runners Point	116	121	122	118	107
Sidestep	83	88	86	83	80
SIX:02	15	30	30	32	30
TOTAL	3423	3383	3363	3310	3221

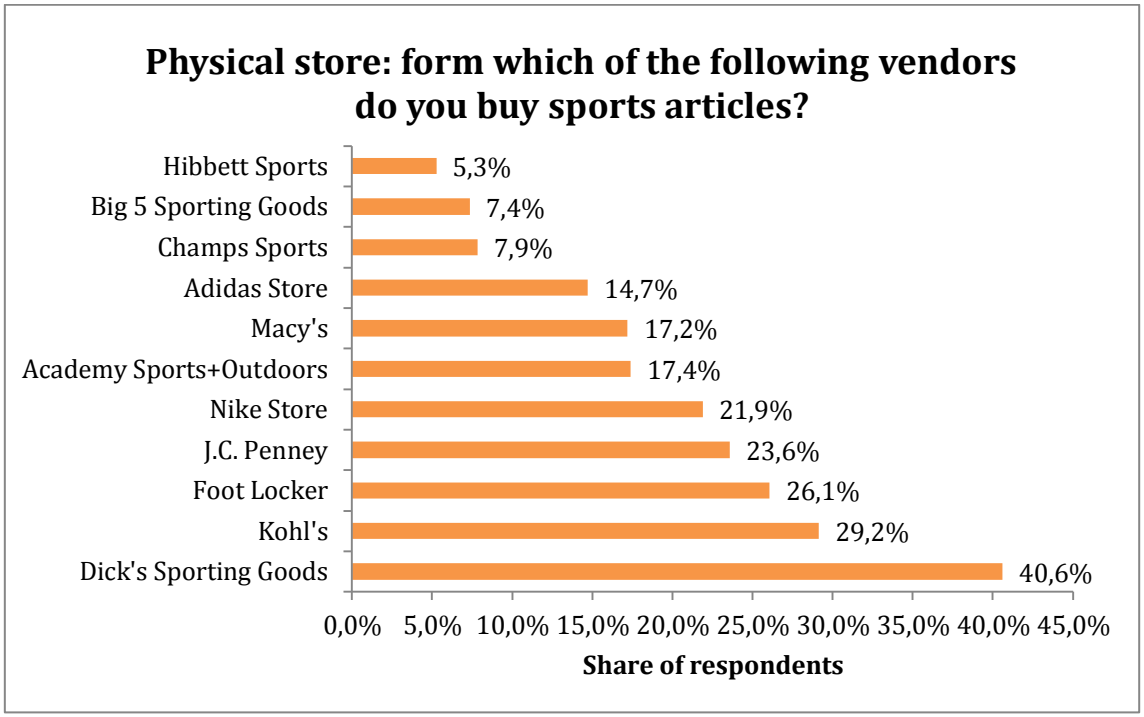
Fuente: Foot Locker 10K 2014-18. Elaboración propia,

Anexo 2: encuesta sobre compras de artículos deportivos a través de canales online



Fuente: Statista. Elaboración propia.

Anexo 3: encuesta sobre compras de artículos deportivos a través de canales físicos.



Fuente: Statista. Elaboración propia.

Anexo 3: resultados escenario pesimista

Free cash flow proyectado escenario pesimista

Free Cash Flow Proyectado								
	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Ventas	**7766**	**7782**	**7939**	**8177**	**8422**	**8675**	**8935**	**9203**
growth	*4,8%*	*0,2%*	*2,0%*	*3,0%*	*3,0%*	*3,0%*	*3,0%*	*3,0%*
Stores	6744	6673	6714	6720	6770	6857	6972	6903
growth	*4%*	*-1%*	*1%*	*0%*	*1%*	*1%*	*2%*	*-1%*
Square Footage	*13,12*	*13,3*	*13,24*	*13,24*	*13,24*	*13,24*	*13,24*	*13,24*
Sales by SF	*514*	*502*	*507*	*508*	*511*	*518*	*527*	*521*
% of Sales	*87%*	*86%*	*85%*	*82%*	*80%*	*79%*	*78%*	*75%*
Online	1022	1109	1225	1457	1652	1819	1963	2301
growth	*8%*	*9%*	*10%*	*11%*	*8%*	*6%*	*4%*	*3%*
% of Sales	*13%*	*14%*	*15%*	*18%*	*20%*	*21%*	*22%*	*25%*
Cost of sales	**-5130**	**-5326**	**-5411**	**-5636**	**-5870**	**-6113**	**-6365**	**-6627**
% of Sales	*66%*	*68%*	*68%*	*69%*	*70%*	*70%*	*71%*	*72%*
Margen bruto	*34%*	*32%*	*32%*	*31%*	*30%*	*30%*	*29%*	*28%*
Growth		*4%*	*2%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*
SGA	**-1472**	**-1501**	**-1614**	**-1706**	**-1802**	**-1903**	**-2007**	**-2117**
% of sales	*19%*	*19%*	*20%*	*21%*	*21%*	*22%*	*22%*	*23%*
EBITDA	**1164**	**955**	**914**	**835**	**750**	**660**	**563**	**460**
EBITDA/Ventas	*15%*	*12%*	*12%*	*10%*	*9%*	*8%*	*6%*	*5%*
Amortizacion	-158	-173	-178	-185	-190,55	-196,267	-202,154	-208,219
EBIT	**1006**	**782**	**736**	**650**	**560**	**463**	**361**	**252**
Margen operativo	*13%*	*10%*	*9%*	*8%*	*7%*	*5%*	*4%*	*3%*
Cash paid for taxes	341	237	184	179	154	127	99	69
Tax rate	*33,9%*	*30,3%*	*25,0%*	*27,5%*	*27,5%*	*27,5%*	*27,5%*	*27,5%*
NOPAT	**665**	**545**	**552**	**471**	**406**	**336**	**262**	**183**
NOPAT/Ventas	9%	7%	7%	6%	5%	4%	3%	2%
Amortizacion	158	173	178	185	190,55	196,2665	202,1545	208,2191
Var. Working Capital	0	-151	233	-96	-34	-35	-36	-37
Working Capital	950	1101	868	963	997	1033	1069	1106
WC/Sales	*12,2%*	*14,1%*	*10,9%*	*11,8%*	*11,8%*	*11,9%*	*12,0%*	*12,0%*
Flujo operativo	**823**	**568**	**963**	**560**	**562**	**497**	**428**	**354**
Capex	-266	-274	-187	-275	-260	-244	-227	-208
% of Sales	*3,4%*	*3,5%*	*2,4%*	*3,4%*	*3,1%*	*2,8%*	*2,5%*	*2,3%*
Flujo de inversión	**-266**	**-274**	**-187**	**-275**	**-260**	**-244**	**-227**	**-208**
FREE CASH FLOW	**557**	**294**	**776**	**285**	**302**	**253**	**201**	**145**

t	Free Cash Flow	WACC	Present Value
2019P	285	7,17%	266
2020P	302	7,17%	263
2021P	253	7,17%	206
2022P	201	7,17%	152
2023P	145	7,17%	103
TV	4142	7,17%	2930

PV	3920
- Debt	122
+ Cash	891
Value of Assets	4933
#Shares	112
Value per share	**44,05**

Elaboración propia

Balance escenario pesimista

FootLocker, Inc. Proyected Balance Sheet								
	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Assets								
Cash and cash equivalent:	1046	849	891	786	711	595	639	627
Caja/Ventas	*13%*	*11%*	*11%*	*10%*	*8%*	*7%*	*7%*	*7%*
Merchandise inventories	1307	1278	1269	1321	1369	1420	1471	1525
Other current assets	280	424	358	370	381	392	404	416
Current assets	*2633*	*2551*	*2518*	*2477*	*2461*	*2407*	*2514*	*2568*
Property and equipment	765	866	836	926	996	1043	1068	1068
Deferred taxes	161	48	87	87	87	87	87	87
Goodwill	155	160	157	157	157	157	157	157
Other intangible assets	42	46	24	24	24	24	24	24
Other assets	84	290	198	198	198	198	198	198
Total Assets	**3840**	**3961**	**3820**	**3869**	**3923**	**3916**	**4048**	**4102**
Liabilities								
Accounts payable	249	258	387	340	354	368	384	399
Accrued and other liabilit	363	358	377	387	399	411	423	436
Current liabilities	*612*	*616*	*764*	*727*	*753*	*779*	*807*	*835*
Long term debt	127	125	124	122	120	118	118	118
Other liabilities	391	701	426	426	426	426	426	426
Total Liabilities	**1130**	**1442**	**1314**	**1275**	**1299**	**1323**	**1351**	**1379**
Shareholders Equity	**2710**	**2519**	**2506**	**2594**	**2625**	**2593**	**2698**	**2723**
Liabilities + Equity	3840	3961	3820	3869	3923	3916	4048	4102

Elaboración propia

Estado de Resultados escenario pesimista

Estado de Resultados Proyectado								
	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Ventas	7766	7782	7939	8177	8422	8675	8935	9203
Costo de ventas	-5130	-5326	-5411	-5636	-5870	-6113	-6365	-6627
Sales, general and adm.	-1472	-1501	-1614	-1706	-1802	-1903	-2007	-2117
Other operating expense	-6	-211	-37					
EBITDA	1158	744	877	835	750	660	563	460
Amortizacion	-158	-173	-178	-185	-191	-196	-202	-208
EBIT	1000	571	699	650	560	463	361	252
Tax rate	34%	42%	26%	28%	28%	28%	28%	28%
NOPAT	659	333	515	471	406	336	262	183
Intereses pagados	-11	-11	-11	-10	-10	-10	-10	-10
Otros resultados	16	-38	37					
Resultado Neto	664	284	541	461	396	326	252	173

Elaboración propia

Ratios escenario pesimista

Ratios proyectados								
Growth ratios	**2016**	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Revenues	5%	0%	2%	3%	3%	3%	3%	3%
EBITDA	18%	-36%	18%	-4,8%	-10,1%	-12,1%	-14,6%	-18,3%
EBIT	19%	-43%	22%	-7,0%	-13,9%	-17,2%	-22,1%	-30,2%
NOPAT	19%	-49%	54%	-9%	-14%	-17%	-22%	-30%
Net Income	23%	-57%	90%	-15%	-14%	-18%	-23%	-31%
Ratios de rentabilidad	**2016**	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Margen bruto	33,9%	31,6%	31,8%	31,1%	30,3%	29,5%	28,8%	28,0%
Margen operativo	12,9%	7,3%	8,8%	7,9%	6,6%	5,3%	4,0%	2,7%
Margen neto	8,6%	3,7%	6,8%	5,6%	4,7%	3,8%	2,8%	1,9%
EBITDA/Ventas	14,9%	9,6%	11,0%	10,2%	8,9%	7,6%	6,3%	5,0%
NOPAT/Ventas	8,5%	4,3%	6,5%	5,8%	4,8%	3,9%	2,9%	2,0%
ROE	24,5%	11,3%	21,6%	17,8%	15,1%	12,6%	9,3%	6,3%
ROIC	20,6%	9,9%	16,8%	15,0%	12,8%	10,7%	8,1%	5,6%
Ratios de eficiencia	**2016**	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Rotacion inventario	3,9	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Rotacion proveedores	21	21	14	17	17	17	17	17
Días de inventario	93	88	86	86	85	85	84	84
Días de Cuentas a pagar	18	18	26	22	22	22	22	22
Ciclo conversion caja (días	79	84	69	72	72	71	70	70
Rotacion de activos	2,4	2,3	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8
Ratios de liquidez	**2016**	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Liquidez corriente	4,30	4,14	3,30	3,41	3,27	3,09	3,12	3,07
Quick ratio	1,71	1,38	1,17	1,08	0,95	0,76	0,79	0,75
Apalancamiento	**2016**	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
D/C (BV)	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
D/E (BV)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%
Costo deuda promedio	8,5%	8,5%	8,9%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Costo deuda promedio ne	5,6%	5,0%	6,5%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Cobertura de intereses	**2016**	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
EBIT/Intereses	93	54	64	63	55	46	36	25
EBITDA/Intereses	107	70	80	81	74	66	56	46

Elaboración propia

Anexo 4: resultados escenario optimista

Free cash flow proyectado escenario optimista

Free Cash Flow Proyectado								
	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Ventas	**7766**	**7782**	**7939**	**8217**	**8546**	**8930**	**9377**	**9939**
growth	*4,8%*	*0,2%*	*2,0%*	*3,5%*	*4,0%*	*4,5%*	*5,0%*	*6,0%*
Stores	6744	6673	6714	6752	6869	7058	7316	7454
growth	*4%*	*-1%*	*1%*	*1%*	*2%*	*3%*	*4%*	*2%*
Square Footage	*13,12*	*13,3*	*13,24*	*13,24*	*13,24*	*13,24*	*13,24*	*13,24*
Sales by SF	*514*	*502*	*507*	*510*	*519*	*533*	*553*	*563*
% of Sales	*87%*	*86%*	*85%*	*82%*	*80%*	*79%*	*78%*	*75%*
Online	1022	1109	1225	1464	1676	1872	2060	2485
growth	*8%*	*9%*	*10%*	*11%*	*8%*	*6%*	*4%*	*3%*
% of Sales	*13%*	*14%*	*15%*	*18%*	*20%*	*21%*	*22%*	*25%*
Cost of sales	**-5130**	**-5326**	**-5411**	**-5647**	**-5922**	**-6239**	**-6604**	**-7057**
% of Sales	*66%*	*68%*	*68%*	*69%*	*69%*	*70%*	*70%*	*71%*
Margen bruto	*34%*	*32%*	*32%*	*31%*	*31%*	*30%*	*30%*	*29%*
Growth		*4%*	*2%*	*4%*	*5%*	*5%*	*6%*	*7%*
SGA	**-1472**	**-1501**	**-1614**	**-1714**	**-1829**	**-1959**	**-2107**	**-2286**
% of sales	*19%*	*19%*	*20%*	*21%*	*21%*	*22%*	*22%*	*23%*
EBITDA	**1164**	**955**	**914**	**855**	**795**	**733**	**666**	**596**
EBITDA/Ventas	*15%*	*12%*	*12%*	*10%*	*9%*	*8%*	*7%*	*6%*
Amortizacion	-158	-173	-178	-185	-192	-201	-211	-224
EBIT	**1006**	**782**	**736**	**670**	**603**	**532**	**455**	**373**
Margen operativo	*13%*	*10%*	*9%*	*8%*	*7%*	*6%*	*5%*	*4%*
Cash paid for taxes	341	237	184	184	166	146	125	102
Tax rate	*33,9%*	*30,3%*	*25,0%*	*27,5%*	*27,5%*	*27,5%*	*27,5%*	*27,5%*
NOPAT	**665**	**545**	**552**	**486**	**437**	**385**	**330**	**270**
NOPAT/Ventas	9%	7%	7%	6%	5%	4%	4%	3%
Amortizacion	158	173	178	185	192	201	211	224
Var. Working Capital	0	-151	233	-85	-27	-32	-38	-49
Working Capital	950	1101	868	953	980	1013	1051	1100
WC/Sales	*12,2%*	*14,1%*	*10,9%*	*11,6%*	*11,5%*	*11,3%*	*11,2%*	*11,1%*
Flujo operativo	**823**	**568**	**963**	**586**	**602**	**554**	**503**	**445**
Capex	-266	-274	-187	-275	-263	-250	-237	-224
% of Sales	*3,4%*	*3,5%*	*2,4%*	*3,3%*	*3,1%*	*2,8%*	*2,5%*	*2,3%*
Flujo de inversión	**-266**	**-274**	**-187**	**-275**	**-263**	**-250**	**-237**	**-224**
FREE CASH FLOW	**557**	**294**	**776**	**311**	**340**	**304**	**266**	**221**

t	Free Cash Flow	WACC	Present Value
2019P	311	7,17%	290
2020P	340	7,17%	296
2021P	304	7,17%	247
2022P	266	7,17%	202
2023P	221	7,17%	156
TV	7348	7,17%	5199

PV	6389
- Debt	122
+ Cash	891
Value of Assets	7402
#Shares	112
Value per share	**66,09**

Elaboración propia

Balance escenario optimista

FootLocker, Inc. Proyected Balance Sheet								
	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Assets								
Cash and cash equivalent:	1046	849	891	812	774	709	817	881
Caja/Ventas	*13%*	*11%*	*11%*	*10%*	*9%*	*8%*	*9%*	*9%*
Merchandise inventories	1307	1278	1269	1311	1355	1408	1469	1547
Other current assets	280	424	358	371	386	404	424	449
Current assets	*2633*	*2551*	*2518*	*2494*	*2516*	*2520*	*2710*	*2877*
Property and equipment	765	866	836	926	996	1045	1071	1071
Deferred taxes	161	48	87	87	87	87	87	87
Goodwill	155	160	157	157	157	157	157	157
Other intangible assets	42	46	24	24	24	24	24	24
Other assets	84	290	198	198	198	198	198	198
Total Assets	**3840**	**3961**	**3820**	**3886**	**3978**	**4032**	**4247**	**4414**
Liabilities								
Accounts payable	249	258	387	340	357	376	398	425
Accrued and other liabilit	363	358	377	389	405	423	444	471
Current liabilities	*612*	*616*	*764*	*729*	*762*	*799*	*842*	*896*
Long term debt	127	125	124	122	120	118	118	118
Other liabilities	391	701	426	426	426	426	426	426
Total Liabilities	**1130**	**1442**	**1314**	**1277**	**1308**	**1343**	**1386**	**1440**
Shareholders Equity	**2710**	**2519**	**2506**	**2609**	**2671**	**2689**	**2861**	**2974**
Liabilities + Equity	3840	3961	3820	3886	3978	4032	4247	4414

Elaboración propia

Estado de Resultados escenario optimista

Estado de Resultados Proyectado								
	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Ventas	7766	7782	7939	8217	8546	8930	9377	9939
Costo de ventas	-5130	-5326	-5411	-5647	-5922	-6239	-6604	-7057
Sales, general and adm.	-1472	-1501	-1614	-1714	-1829	-1959	-2107	-2286
Other operating expense	-6	-211	-37					
EBITDA	1158	744	877	855	795	733	666	596
Amortizacion	-158	-173	-178	-185	-192	-201	-211	-224
EBIT	1000	571	699	670	603	532	455	373
Tax rate	34%	42%	26%	28%	28%	28%	28%	28%
NOPAT	659	333	515	486	437	385	330	270
Intereses pagados	-11	-11	-11	-10	-10	-10	-10	-10
Otros resultados	16	-38	37					
Resultado Neto	664	284	541	476	427	375	320	260

Elaboración propia

Ratios escenario optimista

Ratios proyectados								
Growth ratios	**2016**	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Revenues	5%	0%	2%	3%	4%	4%	5%	6%
EBITDA	18%	-36%	18%	-2,5%	-7,0%	-7,9%	-9,1%	-10,5%
EBIT	19%	-43%	22%	-4,1%	-10,1%	-11,8%	-14,4%	-18,1%
NOPAT	19%	-49%	54%	-6%	-10%	-12%	-14%	-18%
Net Income	23%	-57%	90%	-12%	-10%	-12%	-15%	-19%
Ratios de rentabilidad	**2016**	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Margen bruto	33,9%	31,6%	31,8%	31,3%	30,7%	30,1%	29,6%	29,0%
Margen operativo	12,9%	7,3%	8,8%	8,2%	7,1%	6,0%	4,9%	3,7%
Margen neto	8,6%	3,7%	6,8%	5,8%	5,0%	4,2%	3,4%	2,6%
EBITDA/Ventas	14,9%	9,6%	11,0%	10,4%	9,3%	8,2%	7,1%	6,0%
NOPAT/Ventas	8,5%	4,3%	6,5%	5,9%	5,1%	4,3%	3,5%	2,7%
ROE	24,5%	11,3%	21,6%	18,2%	16,0%	14,0%	11,2%	8,7%
ROIC	20,6%	9,9%	16,8%	15,4%	13,6%	11,9%	9,7%	7,7%
Ratios de eficiencia	**2016**	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Rotacion inventario	3,9	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,6
Rotacion proveedores	21	21	14	17	17	17	17	17
Días de inventario	93	88	86	85	84	82	81	80
Días de Cuentas a pagar	18	18	26	22	22	22	22	22
Ciclo conversion caja (días	79	84	69	72	70	68	67	65
Rotacion de activos	2,4	2,3	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8
Ratios de liquidez	**2016**	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
Liquidez corriente	4,30	4,14	3,30	3,42	3,30	3,16	3,22	3,21
Quick ratio	1,71	1,38	1,17	1,11	1,02	0,89	0,97	0,98
Apalancamiento	**2016**	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
D/C (BV)	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
D/E (BV)	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
Costo deuda promedio	8,5%	8,5%	8,9%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Costo deuda promedio ne	5,6%	5,0%	6,5%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Cobertura de intereses	**2016**	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**
EBIT/Intereses	93	54	64	65	59	53	45	37
EBITDA/Intereses	107	70	80	82	78	73	66	59

Elaboración propia

Anexo 5: estimaciones analistas previo a entrega de resultados (primer cuarto 2019).

Recommendation & Price Target Detail

Contributor	Analyst	Current Recommendation	Rec. Date	Review Date	Analyst Rec. Rating		Price Target	% Diff from Current Price	Price Target Date	LTG %
					Overall	FL	USD			
B.RILEY FBR, INC.	Anderson, Susan K	▲ 2-BUY	17-May-2019	24-May-2019	★★★☆☆	★★★☆☆	▲ 73.00	64.41	17-May-2019	-
Undisclosed	Undisclosed	▼ 3-NEUTRAL (2)	10-Apr-2019	15-May-2019	★★★☆☆	★☆☆☆☆	▼ 68.00	53.15	10-Apr-2019	-
EVERCORE ISI	Saad, Omar R	▲ 3-NO POSITION	04-Mar-2019	24-May-2019	★★★☆☆	★☆☆☆☆	-	-	-	-
PIVOTAL RESEARCH GROUP	Kummetz, Mitch	▲ 1-BUY	03-Mar-2019	20-May-2019	★★★☆☆	★★☆☆☆	▼ 66.00	48.65	20-May-2019	-
ROBERT W. BAIRD & CO., INC.	Komp, Jonathan R	▲ 1-OUTPERFORM	09-Jan-2019	24-May-2019	★★★☆☆	insuf-hist	▼ 62.00	39.64	24-May-2019	-
WELLS FARGO SECURITIES, LLC	Nikic, Tom	▲ 1-1 OUTPERFORM	10-Sep-2018	24-May-2019	★★☆☆☆	★★★☆☆	▼ 60.00	35.14	24-May-2019	10.00%
Undisclosed	Undisclosed	4-UNDERWT/IN-LINE	01-Aug-2018	24-May-2019	★★☆☆☆	★★☆☆☆	▼ 40.00	-9.91	24-May-2019	-
UBS EQUITIES	Sole, Jay D	Undisclosed	20-Jun-2018	04-May-2019	insuf-hist	★★☆☆☆	Undisclosed	-	24-Mar-2019	-
CREDIT SUISSE	Binetti, Michael C	▲ 2-OUTPERFORM	12-Mar-2018	24-May-2019	★★★★★	★☆☆☆☆	▼ 65.00	46.40	24-May-2019	12.27%
Undisclosed	Undisclosed	▲ 2-OUTPERFORM	27-Feb-2018	24-May-2019	★★☆☆☆	★★★☆☆	▼ 63.00	41.89	24-May-2019	-
OPPENHEIMER & CO., INC.	Andreeva, Anna A	▲ 1-OUTPERFORM	30-Jan-2018	31-Jul-2018	insuf-hist	insuf-hist	-	-	-	-
Undisclosed	Undisclosed	▲ 1-BUY	15-Dec-2017	27-May-2019	★★☆☆☆	★★☆☆☆	▼ 81.00	82.43	24-May-2019	-
Undisclosed	Undisclosed	▲ 2-BUY	17-Nov-2017	26-May-2019	★★★☆☆	★★☆☆☆	▼ 68.00	53.15	26-May-2019	-
Undisclosed	Undisclosed	▼ 4-UNDERPERFORM	18-Aug-2017	24-May-2019	★★☆☆☆	★☆☆☆☆	▼ 41.00	-7.66	24-May-2019	9.80%
Undisclosed	Undisclosed	▼ 3-NEUTRAL	18-Aug-2017	24-May-2019	★★★★☆	★☆☆☆☆	▼ 51.00	14.86	24-May-2019	-
ARGUS RESEARCH CORPORATION	Staszak, John D	▼ 3-HOLD	13-Jun-2017	12-Apr-2019	★★☆☆☆	★★☆☆☆	-	-	-	-
GUGGENHEIM SECURITIES LLC	Drbul, Robert S	▲ 1-BUY	02-Feb-2017	24-May-2019	★★★★☆	★☆☆☆☆	▼ 60.00	35.14	24-May-2019	-
PIPER JAFFRAY	Murphy, Erinn E	▼ 3-NEUTRAL	21-Nov-2016	24-May-2019	★★★☆☆	★★★☆☆	▼ 48.00	8.11	24-May-2019	-
WEDBUSH SECURITIES INC.	Sveda, Christopher	1-OUTPERFORM	01-Nov-2016	24-May-2019	★★☆☆☆	★☆☆☆☆	▼ 64.00	44.14	24-May-2019	-
SUSQUEHANNA FINANCIAL GROUP LLLP	Poser, Samuel	2-POSITIVE	11-Aug-2016	14-May-2019	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆	▲ 80.00	80.18	01-Mar-2019	-
COWEN AND COMPANY	Keman, John D	▼ 3-MARKET PERFORM	15-Apr-2016	23-May-2019	★★★☆☆	insuf-hist	▲ 64.00	44.14	01-Mar-2019	-
Undisclosed	Undisclosed	▲ 2-OVERWEIGHT	30-Jan-2015	17-May-2019	★★★☆☆	★☆☆☆☆	▲ 85.00	91.44	01-Mar-2019	11.30%
Undisclosed	Undisclosed	1-BUY	04-Sep-2014	24-May-2019	★★☆☆☆	★★★★☆	▼ 75.00	68.92	24-May-2019	-
Mean	-	2.18	28-May-2019	-	-	-	64.42	45.09	-	-

Fuente: Reuters

Anexo 6: estimaciones analistas luego de entrega de resultados (primer cuarto 2019).

Recommendation & Price Target Detail

Contributor	Analyst	Current Recommendation	Rec. Date	Review Date	Analyst Rec. Rating		Price Target	% Diff from Current Price	Price Target Date	LTG %
					Overall	FL	USD			
B.RILEY FBR, INC.	Anderson, Susan K	▲ 2-BUY	17-May-2019	28-May-2019	★★★☆☆	★★★☆☆	▲ 73.00	85.51	17-May-2019	-
Undisclosed	Undisclosed	▼ 3-NEUTRAL (2)	10-Apr-2019	28-May-2019	★★★☆☆	★☆☆☆☆	▼ 50.00	27.06	28-May-2019	-
EVERCORE ISI	Saad, Omar R	▲ 3-NO POSITION	04-Mar-2019	24-May-2019	★★★☆☆	★☆☆☆☆	-	-	-	-
PIVOTAL RESEARCH GROUP	Kummetz, Mitch	▲ 1-BUY	03-Mar-2019	27-May-2019	★★★☆☆	★★☆☆☆	▼ 60.00	52.48	27-May-2019	-
ROBERT W. BAIRD & CO., INC.	Komp, Jonathan R	▲ 1-OUTPERFORM	09-Jan-2019	27-May-2019	★★★☆☆	insuf-hist	▼ 62.00	57.56	24-May-2019	-
WELLS FARGO SECURITIES, LLC	Nikic, Tom	▲ 1-1 OUTPERFORM	10-Sep-2018	28-May-2019	★★☆☆☆	★★★☆☆	▼ 60.00	52.48	24-May-2019	10.00%
Undisclosed	Undisclosed	4-UNDERWT/IN-LINE	01-Aug-2018	24-May-2019	★★☆☆☆	★★☆☆☆	▼ 40.00	1.65	24-May-2019	-
UBS EQUITIES	Sole, Jay D	Undisclosed	20-Jun-2018	04-May-2019	insuf-hist	★★☆☆☆	Undisclosed	-	24-Mar-2019	-
CREDIT SUISSE	Binetti, Michael C	▲ 2-OUTPERFORM	12-Mar-2018	24-May-2019	★★★★★	★☆☆☆☆	▼ 65.00	65.18	24-May-2019	12.27%
Undisclosed	Undisclosed	▲ 2-OUTPERFORM	27-Feb-2018	24-May-2019	★★☆☆☆	★★★☆☆	▼ 63.00	60.10	24-May-2019	-
OPPENHEIMER & CO., INC.	Andreeva, Anna A	▲ 1-OUTPERFORM	30-Jan-2018	31-Jul-2018	insuf-hist	insuf-hist	-	-	-	-
Undisclosed	Undisclosed	▲ 1-BUY	15-Dec-2017	28-May-2019	★★☆☆☆	★★☆☆☆	▼ 81.00	105.84	24-May-2019	-
Undisclosed	Undisclosed	▲ 2-BUY	17-Nov-2017	26-May-2019	★★★☆☆	★★☆☆☆	▼ 68.00	72.81	26-May-2019	-
Undisclosed	Undisclosed	▼ 4-UNDERPERFORM	18-Aug-2017	28-May-2019	★★☆☆☆	★☆☆☆☆	▼ 41.00	4.19	24-May-2019	9.80%
Undisclosed	Undisclosed	▼ 3-NEUTRAL	18-Aug-2017	24-May-2019	★★★★☆	★☆☆☆☆	▼ 51.00	29.61	24-May-2019	-
ARGUS RESEARCH CORPORATION	Staszak, John D	▼ 3-HOLD	13-Jun-2017	12-Apr-2019	★★☆☆☆	★★☆☆☆	-	-	-	-
GUGGENHEIM SECURITIES LLC	Drbul, Robert S	▲ 1-BUY	02-Feb-2017	24-May-2019	★★★★☆	★☆☆☆☆	▼ 60.00	52.48	24-May-2019	-
PIPER JAFFRAY	Murphy, Erinn E	▼ 3-NEUTRAL	21-Nov-2016	24-May-2019	★★★☆☆	★★★☆☆	▼ 48.00	21.98	24-May-2019	-
WEDBUSH SECURITIES INC.	Sveda, Christopher	1-OUTPERFORM	01-Nov-2016	24-May-2019	★★☆☆☆	★☆☆☆☆	▼ 64.00	62.64	24-May-2019	-
SUSQUEHANNA FINANCIAL GROUP LLLP	Poser, Samuel	2-POSITIVE	11-Aug-2016	28-May-2019	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆	▼ 52.00	32.15	28-May-2019	-
COWEN AND COMPANY	Keman, John D	▼ 3-MARKET PERFORM	15-Apr-2016	29-May-2019	★★★☆☆	insuf-hist	▼ 49.00	24.52	29-May-2019	-
Undisclosed	Undisclosed	1-BUY	04-Sep-2014	24-May-2019	★★☆☆☆	★★★★☆	▼ 75.00	90.60	24-May-2019	-
Mean	-	2.19	31-May-2019	-	-	-	59.56	51.35	-	-

Fuente: Reuters