



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Valuación Under Armour, Inc.

Autor: Tomas Carbini
Legajo: 32.359.173
Director: Alejandro Loizaga

Buenos Aires, 8 de Noviembre de 2018

Índice

1.	Resumen Ejecutivo.....	4
2.	Indumentaria y Calzado Deportivo	5
2.1.	Indumentaria y Calzado Deportivo en Estados Unidos.....	7
2.2.	Indumentaria y Calzado Deportivo en Argentina	8
3.	Under Armour	10
3.1.	Historia y Situación Actual	10
3.2.	Estructura Market CAP.....	14
3.3.	Recursos Humanos.....	16
3.4.	Producción y Costos.....	17
3.5.	Inventario.....	18
3.6.	Deuda.....	19
3.7.	Ventas por Línea de Producto, Regiones y Canales de Venta.....	21
3.8.	Competidores.....	23
3.8.1.	Índices y Ratios de Competidores.....	24
3.9.	Plan Baltimore.....	26
4.	Análisis Financiero	27
4.1.	Ventas, EBITDA & Deuda.....	27
4.2.	CAPEX & ROIC.....	28
4.3.	Capital de Trabajo (Working Capital).....	29
4.4.	Ratios de Liquidez	30
4.5.	Evolución de Flujo de Fondos	31
5.	Proyecciones	33
6.	Valuación Under Armour, Inc.....	34
6.1.	Flujo de Fondos Descontados	34
6.1.1.	Supuestos.....	34
6.1.1.1.	Ventas	34
6.1.1.2.	Costo de Mercadería Vendida y Gastos Operativos	35
6.1.1.3.	EBITDA y EBIT	36
6.1.1.4.	Net Income.....	37
6.1.1.5.	Inversiones	37
6.1.1.6.	Variación en Capital de Trabajo (Working Capital).....	38
6.1.1.7.	Perpetuidad.....	39

6.1.2.	Tasa de Descuento	39
6.1.3.	Escenarios	41
6.1.4.	Descuento de Flujo de Fondos – Escenario Base	42
6.2.	Valuación por Múltiplos	43
6.2.1.	Múltiplo: EV/EBITDA	44
6.2.2.	Múltiplo: EV/Ventas	45
6.2.3.	Múltiplo: P/E	46
6.2.4.	Conclusión	47
7.	Bibliografía	48
7.1.	Bibliografía	48
7.2.	Papers, Informes, y Plataformas	48
7.3.	Under Armour	50
8.	Glosario	51
9.	Anexos	52
9.1.	Estado de Situación Patrimonial	52
9.2.	Anexo II: Flujo de Fondos	53
9.2.1.	Escenario Optimista	53
9.2.2.	Escenario Pesimista	54
9.3.	Anexo III: Estimación de Beta	55
9.3.1.	Regresión Lineal	55
9.3.2.	Beta Alternativo	55

1. Resumen Ejecutivo

Esta Tesis tiene como objeto estimar la valuación de Under Armour, Inc. con información actualizada a Octubre 2018. Under Armour es una empresa Estadounidense especializada en el diseño, producción, y venta de indumentaria y el calzado deportivo con un fuerte foco en Marketing. La Marca tiene presencia en los deportes más importantes de Estados Unidos y el mundo. Under Armour es una empresa pionera en el desarrollo de indumentaria técnica deportiva, con un crecimiento constante en ventas desde su fundación en 1996. Desde 2005 la marca ha demostrado ser líder de segmento, con un crecimiento notable hasta 2016. En 2017 le empresa tuvo su primer año con resultado negativo, sin embargo la empresa continúa invirtiendo y tiene grandes perspectivas de crecimiento para los próximos años.

La valuación se realizó siguiendo las metodologías: Flujo de Fondo Descontado, y Valuación por Múltiplos. Para la Valuación por Flujo de Fondos Descontados se analizaron Flujos de Fondo de los últimos 5 años, y se estimaron hasta los siguientes 5 años (2012 – 2023). La Valuación por Múltiplos se realizó utilizando datos de la industria y competidores de EEUU.

En el documento se encuentra una descripción de la industria a nivel Global, del mercado Estadounidense, y del mercado Argentino. También se encuentran una descripción de la marca y del negocio de Under Armour, y un análisis en comparación sus competidores. Junto con esta información se presenta un análisis financiero de la compañía, y un resumen de las expectativas de la industria para utilizar en las proyecciones.

La valuación de Under Armour, Inc. se estimó en un rango de USD 7.563 MM y USD 11.318 MM.

2. Indumentaria y Calzado Deportivo

La indumentaria y calzado deportivo son un segmento muy importante en el consumo Minorista. En 2017 se reportaron USD 94.7 Mil Millones de Venta en el segmento de Indumentaria Deportiva en Estados Unidos¹. En conjunto, las ventas de Calzado, Indumentaria y Accesorios Deportivos representan el 5% de las ventas Minoristas en Estados Unidos². En general las marcas que lideran este segmento complementan su catálogo de producto con líneas de calzado, indumentaria y accesorios. Las principales marcas de la industria son: Nike, Adidas, Under Armour, Puma, New Balance, VF Corporation, entre otras. También hay empresas que lideran con una línea de producto como por ejemplo: Lululemon, Asics, Skechers, Fila, o Columbia. Si bien a nivel industria se mide el segmento indumentaria por un lado y el calzado por otro, las marcas líder creen que es fundamental contar con un catálogo completo. Por este motivo, las principales marcas están involucradas en los tres segmentos. Además del diseño y producción, estas marcas tienen un gran foco en la imagen de marca, ya sea a través de campañas de marketing o acciones sociales.

Los pronósticos de participación para el segmento de Indumentaria Deportiva son positivos. Allied Market Research prevén ventas de USD 184.6 Mil Millones en las Venta de Indumentaria a nivel global, con un crecimiento anual promedio del 4.3%. Principalmente empujado por la participación femenina creciente en deportes, la concientización de la salud, y aumento en salarios se cree que se alcanzaran esos valores. Las marcas líderes se focalizaron en expandirse en economías emergentes a partir de 2014 con tiendas propias, y a través de plataformas digitales. Este último canal de ventas, es el que se espera tenga el mayor crecimiento en ventas (hasta ahora con un promedio de 9.5% anual)³.

En lo que respecta a Calzado Deportivo Grand View Research estima que en 2017 se vendieron más de 700 Millones de artículos a nivel global a través de tiendas tradicionales. Las ventas en cadenas deportivas representaron la mayor participación, sin embargo el canal de Venta Digital está ganando participación año a año. En China, por ejemplo, este canal representó un 23% de las ventas de calzado deportivo en 2017. Actualmente los portales digitales permitieron expandir sus ventas en países desarrollados, pero al igual que en el segmento de indumentaria se espera que el crecimiento de este canal de ventas crezca a medida que se vaya insertando en países emergentes⁴.

En general esta industria cuenta con oficinas de diseño en su país de origen, fabricación en Asia, y una producción Premium en sus países de origen. Por ejemplo, Under Armour produce localmente en Baltimore, New Balance produce en Boston, y Adidas produce producto de tope de gama en Alemania. La mayor parte de la producción de este segmento se realiza en Asia. La venta de estas marcas se canalizan en: Ventas Mayoristas, Ventas Digitales, Ventas Minoristas, y Ventas a través de Licenciarios o Distribuidores.

¹ Statista, Sports apparel market share in the United States as of 2017, by company

² The United Census Bureau, Monthly Retail Trade Report

³ Allied Market Search Market Research Report, Sports Apparel Market

⁴ Grand View Research, Market Research Report, Athletic Footwear Market Size, Share, & Trends Analysis Report By Category

La mayoría de estas marcas ponen un gran foco en tener sus propias tiendas para poder brindarle al consumidor una experiencia única. Estas tiendas son tiendas concepto, que tratan de tener experiencias innovadoras, desarrollo de una historia de producto, y un catálogo completo para la venta. Las ventas Minoristas representan entre un 15% y un 20% del volumen del negocio⁵. El mayor volumen de venta esta canalizado en las ventas mayoristas. A través de relaciones con socios estratégicos, las marcas buscan desarrollar su producto en cadenas deportivas que ya cuenten con una red comercial establecida. Las Venta Digital, es el canal de ventas que más ha crecido en los últimos años. Teniendo como ventaja llegar a puntos donde no existan puntos de venta que ofrezcan el producto, una oferta a nivel global del mismo producto, y empujado por descuentos comerciales es un canal que todavía tiene mucho potencial de crecimiento. Las ventas a través de licenciarios o distribuidores es un modelo que la mayoría de estas marcas no elige, y representan un volumen de ventas muy bajo en la participación total (cerca del 3% de sus ventas totales)⁶.

Para poder triunfar en este rubro es necesario contar con presencia en el mundo deportivo. Estas marcas invierten gran parte de sus ventas en Marketing. Ya sea patrocinando equipos o ligas, asociándose con grandes estrellas deportivas, produciendo comerciales costosos, o teniendo presencia en redes sociales, los gastos de marketing en la industria representan entre el 7% y 12% de las ventas⁷.

Cada marca se esfuerza por tener una identidad y un producto diferenciado. El núcleo del negocio de este rubro es el diseño y un producto que se utilice en el mismo mundo del deporte, pero que sea totalmente distinto a los que ya existen. En los últimos años, el segmento deportivo creció notablemente al insertarse en el mundo de la moda. Al suceder esto, el foco no solo estuvo puesto en tener el mejor producto sino además en un producto que este a la moda. Estas marcas cambiaron el foco de diseño a producto con tecnología deportiva, y estilo. Conocido como Moda Deportiva o Moda Urbana esta categoría se desarrolló muy rápido durante los últimos años permitiendo a nuevas marcas a establecerse en el mercado. Under Armour es una de las nuevas empresas que supo establecerse rápidamente en el mercado. La empresa contaba con un producto innovador desarrollado en 1996. En el 2005 cuando la moda deportiva empezó a desarrollarse Under Armour supo aprovechar su producto y creció rápidamente adaptándose en este nuevo mundo.

En este rubro, donde es fundamental atraer un perfil deseado de consumidores, cada marca invierte mucho dinero y tiempo en su imagen. Asociarse con celebridades, es una de las maneras que tiene cada marca para identificarse con la audiencia, pero no es suficiente. Es por eso, que en este rubro la mayoría de las marcas están involucradas en acciones con un fin positivo para la sociedad. Ya sea con la organización de carreras o aplicaciones para poder tener un plan de entrenamiento, o perder peso. Muchas marcas, sobre todo las americanas, también destinan gran parte de sus inversiones en mejorar las ciudades donde tienen sus oficinas centrales, y a favor de la comunidad. Por ejemplo: New Balance financió una estación de tren, y desarrolló un complejo inmobiliario en el vecindario donde tienen sus oficinas centrales en Boston. Under Armour tiene como proyecto el desarrollo de la costa de Baltimore, en el cual espera para 2030 tener una costa totalmente recuperada y renovada.

⁵ Bloomberg, Análisis propio

⁶ Bloomberg, Análisis propio

⁷ Statista, Media & Advertising Report, Advertising & Marketing

Nike, por otro lado está involucrada a nivel global con organizaciones para insertar a niños en el mundo deportivo. Con estas acciones, las empresas crean distintos valores y una imagen que luchan por representar día a día.

2.1. Indumentaria y Calzado Deportivo en Estados Unidos

Las ventas de Calzado Deportivo rondaron los USD 16.000 MM en el 2018, y se espera que el mercado tenga un crecimiento en ventas anuales del 8% en promedio hasta el 2021. País por país, Estados Unidos es el país que más venta genera en este segmento. Y analizando los datos en relación a la población, se generaron ventas de USD 49,24 per cápita en el 2018. En Indumentaria deportiva, Estados Unidos también es el mercado más grande del mundo. En Estados Unidos, los principales competidores son los mismos que aparecen a nivel global: Nike, Adidas, Puma, Under Armour, Reebok, New Balance, y Skechers entre otros⁸.

Al ser el mercado con mayor participación, Estados Unidos es visto como líder en cuanto a tendencias de Calzado e Indumentaria Deportiva. A lo largo de la historia, no solo se replicó a nivel mundial el estilo de lo que elige el consumidor Norteamericano, sino que también se replican las tendencias de mercado. Por ejemplo en 2017, el segmento de mujer fue el segmento que más creció en Estados Unidos, y estos números se replicaron en otros países del mundo. Siguiendo una filosofía de vida más consiente del bien estar y la salud, en Estados Unidos se desarrolló la moda del running, que rápidamente se replicó en muchos países. Por último, la Moda Deportiva también se desarrolló primero en Estados Unidos, para luego ser replicada en otros países. En Estados Unidos, por ejemplo, no hay ningún calzado de performance en la lista de los 10 modelos más vendidos, lo que demuestra el ciclo de la moda deportiva⁹. En cuanto a las proyecciones, el Reporte de Mercado de Technavio declara que se estima un crecimiento de más del 7% para el segmento del running en Estados Unidos, lo que genera una expectativa similar para el resto del mundo.

⁸ Just Style, US Athletic footwear Sales Reach \$19.6bn in 2017

⁹ Technavio, Running Apparel and Footwear Market in the US 2015-2019

2.2. Indumentaria y Calzado Deportivo en Argentina

A pesar de ser un Mercado Emergente, con un alto índice de riesgo país, Argentina resulta ser un mercado muy atractivo para la industria de Moda Deportiva. Principalmente por su gran participación en fútbol, y por ser uno de los países líderes en moda de la región, las marcas muestran un gran interés en estar presentes. Las ventas en Argentina son un driver fundamental para el crecimiento en Latinoamérica. Son pocas las marcas que venden a través de licenciarios o distribuidores, lo que demuestra el interés por estar presente en el mercado Argentino. De hecho son solo tres marcas las que trabajan con licenciarios: New Balance, Le Coq Sportif, y Vans, dentro de las principales 15 marcas del mercado¹⁰.

Las ventas de Argentina en los últimos años tuvieron gran influencia en el crecimiento de ventas de Moda Deportiva en Chile. La situación impositiva y cambiaria de Argentina impactó positivamente sobre las ventas en Chile en este rubro y otros. Este efecto se percibió más claramente con la caída de las ventas en Chile en simultáneo con las reducciones impositivas en Argentina en la industria electrónica¹¹, y junto con la primera devaluación en Mayo 2018 en el sector de ventas minoristas¹². Sumado a esto las ventas en Argentina tienen gran influencia en Latinoamérica por su presencia en el mundo del fútbol, y que Buenos Aires se considera de las ciudades que más fashionistas de la Región¹³.

En Argentina la Moda Deportiva se rige según la industria del Calzado Deportivo. Si bien, la Indumentaria es complementaria al catálogo de producto, el calzado se considera predominante en este segmento. A diferencia de Estados Unidos, el negocio en Argentina se concentra más en el segmento de Moda, que en el de deportes. En general la Moda Urbana en Buenos Aires no es “tan deportiva” por dos motivos principales: no se practican tantos deportes como en Estados Unidos, predomina el uso de ropa casual sobre la ropa deportiva. Sumado al estilo que predomina en la sociedad Argentina, la indumentaria deportiva resulta mucho más costosa, en proporción al sueldo promedio, que en otros países. Adicionalmente, las políticas proteccionistas de los últimos años desincentivaron la importación de indumentaria por sus aranceles aduaneros, y consumo de cupo de importación para las empresas. La participación de Running en Argentina también es mucho menor que en Estados Unidos. Estos motivos generan más participación de marcas locales o imitaciones en el segmento de Indumentaria, y por ende generando un mayor foco de empresas internacionales en el Calzado Deportivo.

En lo que respecta al Calzado Deportivo, en Argentina los principales competidores son: Nike, Adidas, Puma y New Balance. En la *Tabla 1* se puede observar los volúmenes de importación por marca en el 2017. Es notable, como en otras partes del mundo, la dominación del mercado por parte de Nike y Adidas.

¹⁰ Investigación de mercado propia

¹¹ IProfesional, COMEX, Celular, TV, notebook: por baja de impuestos y entrada de productos importados, la electrónica argentina se abarató hasta 25%.

¹² IProfesional, Negocios, Por la devaluación, caen compras de argentinos en Falabella Chile y suben en Argentina

¹³ EOnline, Top 5 de las ciudades más fashionistas de Latinoamérica (+ Fotos)

Importación de Calzado - Under Armour y Competidores
 Ene-Dic 2017

Ranking General	Marca	Pares Importados	Pares Terminados / Pares en Componentes(%)
1)	NIKE	6.652.553	45%
2)	ADIDAS	6.114.302	29%
5)	PUMA	1.698.061	36%
6)	NEW BALANCE	1.621.595	57%
8)	LE COQ SPORTIF	1.216.253	42%
9)	REEBOK	1.181.735	33%
10)	CONVERSE	1.078.390	41%
18)	SALOMON	690.317	61%
27)	VANS	337.588	61%
51)	SKECHERS	138.978	100%
63)	ASICS	115.933	38%
123)	UNDER ARMOUR	35.317	100%
136)	MIZUNO	27.107	100%
186)	SAUCONY	13.036	100%
	Otros	5.448.244	37%
	Calzado Deportivo	26.369.406	32%
	Calzado Total	53.295.559	50%

Tabla 1: Importación de Calzado Deportivo de Enero 2017 a Diciembre 2017, Sistema Informático María ¹⁴

También se puede observar en la tabla de importaciones el porcentaje de pares terminados sobre pares en componentes (o pares para ensamblar en Argentina). El mercado local es característico en lo que respecta a la producción local. Por restricciones de importación en los últimos años, surgió como obligación producir o ensamblar localmente para poder importar cantidades similares de calzado terminado. Esta situación que se presenta en Argentina, no es común en la mayoría de los mercados. A comparación de la producción de Asia, la producción local es más costosa, menos eficiente y por la tecnología utilizada de menor calidad. Este problema resultó en un producto más costoso en el mercado local, menor cantidad de producto para satisfacer la demanda local, y producto de menor calidad en el mercado local. A pesar de estas particularidades del mercado Argentino, las marcas demostraron poder adaptarse a esta situación para tener presencia.

Under Armour abrió sus oficinas en Buenos Aires en 2017, con campañas publicitarias y estratégicas muy agresivas. Por ejemplo, abrieron sus oficinas en el mismo edificio que el de las oficinas de Nike, y pusieron carteles publicitarios gigantes frente a las oficinas de New Balance. Si bien, el núcleo de

¹⁴ Cobus Group, consolidación de datos de importación del Sistema Informático María

Under Armour no es el calzado, durante el 2017 demostró que viene a Argentina con intenciones de ganar mercado y predominar el segmento de moda deportivo.

Under Armour vende en Argentina, Brasil, Chile y México a través del canal mayorista, su plataforma digital, y sucursales propias. En otros países tienen ventas a través de distribuidores locales, abastecidos por sus distribuidores internacionales en Hong Kong, Jordania y Panamá¹⁵.

3. Under Armour

3.1. Historia y Situación Actual

Under Armour fue fundada por Kevin Plank (actual CEO) en 1996. El primer producto desarrollado por la empresa fue una remera para usar debajo del equipamiento deportivo de American Football pensada para mantener seco el cuerpo durante la actividad física. Esta remera llamada #0037 con tecnología Under Armour HeatGear®, fue innovadora y refleja el espíritu que hasta hoy mantiene la marca: Innovación en Indumentaria Deportiva. Además del desarrollo y producción de indumentaria deportiva, Under Armour produce calzado deportivo, accesorios deportivos e indumentaria casual.

El negocio de Under Armour incluye Diseño y Producción de Indumentaria, Accesorios y Calzado, Venta Mayorista, Venta Minorista, Ventas por Internet y Venta a través de Licenciarios. Sus principales competidores son: Nike, Adidas, Puma, New Balance, Fila, Reebok, Lululemon, Skechers y Asics. Under Armour invierte gran parte de sus ganancias en Marketing, poniendo un gran foco en la imagen de la marca. La marca ha apostado a fuertes inversiones en Marketing desde 1999, lo cual le generó muy buenos resultados. Su visión de marketing incluye principalmente sponsoring de grandes celebridades, aparición en películas o shows, y presencia en muchas disciplinas deportivas.

Si bien el foco principal del negocio es la producción y venta mayorista en Estados Unidos, a partir de 2007 Under Armour inauguró su primera tienda oficial y comenzó a desarrollar el negocio Minorista no solo a nivel local, sino también a nivel global. Hoy la marca cuenta con 300 Puntos de Venta propios, y tiene expectativas de abrir más tiendas durante el 2019¹⁶.

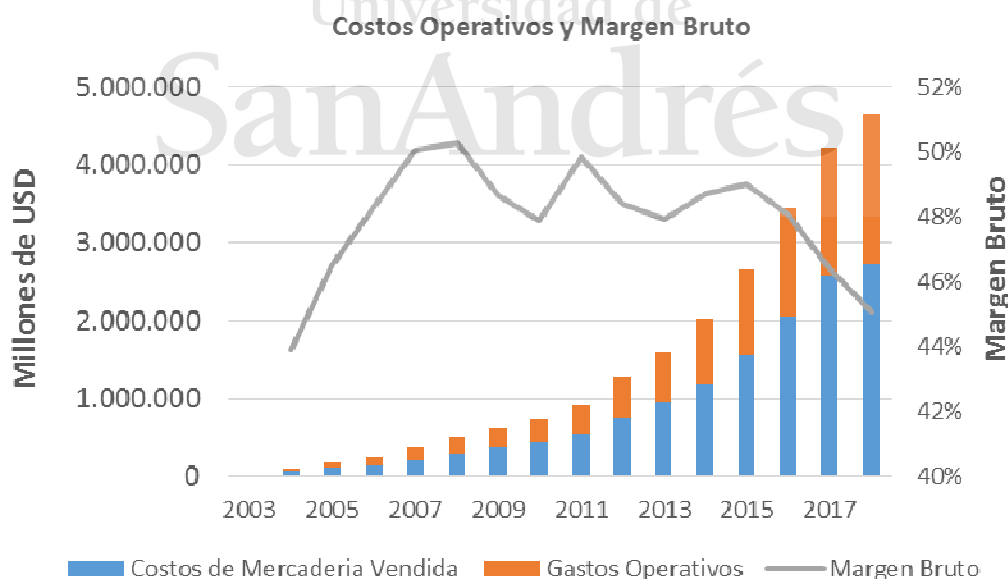
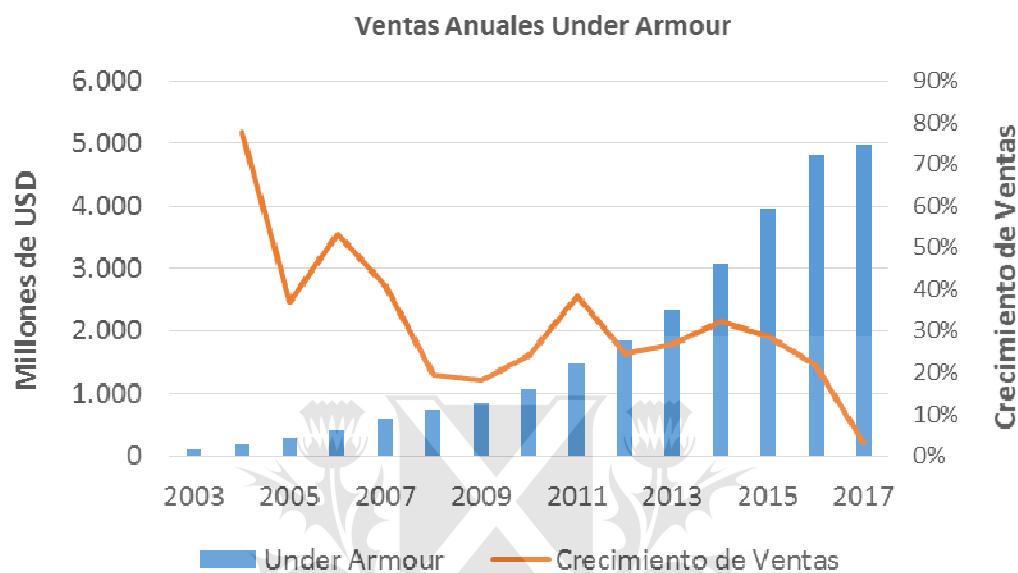
Under Armour es una empresa ejemplo, en el sentido que desde su creación ha demostrado un crecimiento constante en sus ventas manteniendo un resultado positivo hasta el 2017. En este año la empresa demostró algunas adversidades, generadas principalmente por: la caída en el crecimiento de ventas y margen bruto. Sumado a esto, el nivel de deuda que adquirió de forma creciente desde el 2014 también afectó de manera secundaria los resultados del 2017. Con el foco puesto en Publicidad y Marketing, la marca se comprometió con contratos millonarios, los cuales aportaron para que su situación de deuda total no sea la más favorable. Sumada a esta estrategia de sponsorío a celebridades muy costosas, Under Armour se involucró en un plan de desarrollo urbano en Baltimore, el cual representa una inversión de USD 5.5 Mil Millones¹⁷. Adicionalmente, la marca arrastra un sobre stock desde el 2016, el cual no puede reducir en proporción a sus ventas. Sin

¹⁵ Under Armour, 2017 Annual report

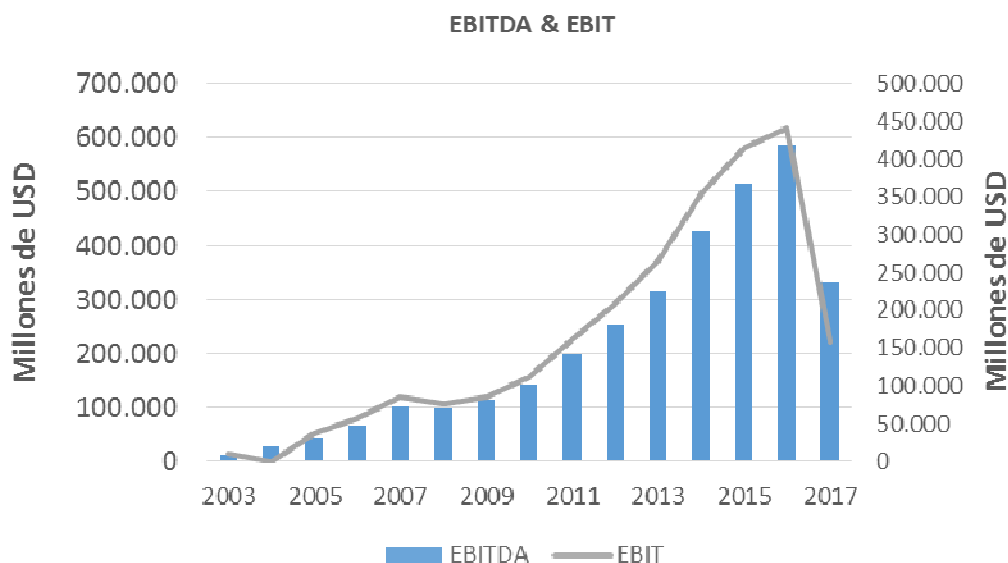
¹⁶ EMarketer Retail – Under Armour

¹⁷ Curbed, In Baltimore, Under Armour's owner invests in a \$5.5 billion bet on his city.

embargo, Kevin Plank ha declarado¹⁸ que el 2017 fue un año de revisión de procesos, implementación de un nuevo sistema de gestión (SAP), y mejoras para reducción de costos de mercadería vendida. Estas mejoras serán claves para resultados positivos que se verán reflejados a partir del 2018 y 2019.



¹⁸ Under Armour 10k



Gráficos: Ventas, Costos, EBIT & EBITDA¹⁹

A pesar de no haber demostrado un crecimiento en ventas similar al de los años anteriores en el 2017, Under Armour pudo superar las ventas del 2016. Sin embargo, el 2017 fue el primer año que la empresa presentó un Resultado Neto negativo (USD -48 Millones²⁰). El crecimiento en las ventas, y las expectativas de las mismas, jugaron un factor clave en el resultado de la empresa afectando directamente sobre los niveles de inventario y gastos operativos sobre ventas. Analizando esta situación se puede deducir que la caída en crecimiento de ventas, la caída en el margen bruto, y el aumento en los gastos operativos son tres motivos principales para explicar el Resultado del 2017.

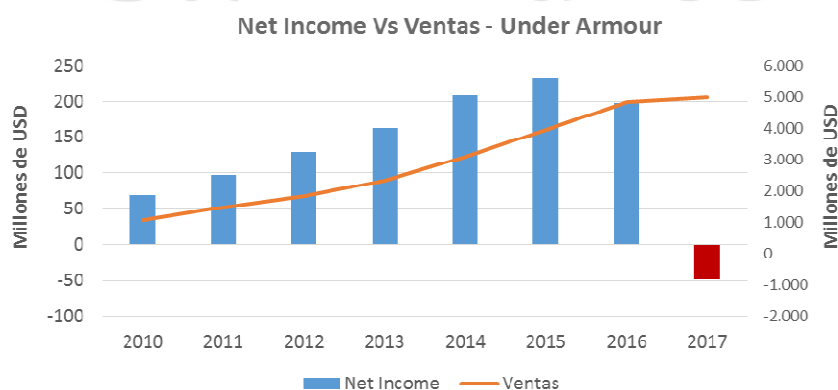


Gráfico Net Income vs. Ventas ²¹

¹⁹ Bloomberg. Utilización de datos de Plataforma Bloomberg. Gráficos elaboración propia

²⁰ Under Armour 10K

²¹ Bloomberg. Utilización de datos de Plataforma Bloomberg. Gráficos elaboración propia

Los niveles de inventario, y costos de mercadería vendida son dos factores que se pueden analizar en conjunto. El Margen Bruto del 2017 (45%) se redujo 4 puntos desde su mejor nivel en 2014 (49%). La marca cree estar USD 250 Millones por encima de sus niveles de inventario óptimos. La estrategia planteada en el 2017, para mejorar esta situación, sugiere reducir el índice de rotación de inventario a través de la mejora de procesos productivos, y reduciendo los costos de mercadería vendida. Parte de esta estrategia está contemplada ser resuelta con la implementación del nuevo sistema de gestión, y un equipo dedicado al análisis de costos y niveles de stock. Trabajando sobre estos dos puntos Under Armour espera subir sus márgenes y por ende reducir sus índices de inventario sobre costos de mercadería vendida.

Con respecto a los Gastos Operativos, Under Armour ha aumentado sus gastos respecto de sus ventas 5 puntos en 2017 (42%) respecto al promedio desde el 2011 hasta el 2016 (37%). Este efecto tiene que ver con la caída en el crecimiento de las ventas. En el 2016 y 2017, las ventas mayoristas se vieron afectadas por el cierre de uno de sus socios estratégicos Sports Authority. El incremento de los gastos operativos sobre las ventas también estuvo relacionado al aumento de gastos operativos propiamente dichos. Under Armour aumentó sus gastos operativos principalmente en: el aumento de contratos de sponsoreo, en su aplicación Connected Fitness, en el crecimiento de mercados extranjeros, la implementación de un sistema de gestión nuevo, re-estructuración de su equipo de trabajo, y gastos asociados a las inversiones que contemplan el plan Baltimore Campus. A pesar de haber aumentado sus gastos, todos estos factores parecieran ser buenas inversiones para mejores resultados en el futuro²². Estos gastos en el 2017 están enfocados para que la empresa pueda volver a ser lo que fue y convertirse en una empresa más “Fuerte, Rápida y Magra” (Kevin Plank, CEO, Under Armour) a partir del 2018. Con la premisa de llevar el negocio a un modelo directo al consumidor (DTC Direct-to-Consumer), y alcanzar el éxito en el negocio Minorista a nivel global. Plank no está preocupado por la situación actual de la compañía ya que evalúa un plan quinquenal, y es consiente que sus resultados se empezaran a notar a partir del 2019. A su manera de verlo el 2017 fue un año para comenzar con el cambio, y el 2018 será un año de optimización de sus operaciones²³.

La empresa planea cambiar el funcionamiento de su cadena de suministros. Al alterar sus ciclos de diseño para que estén alineados con el ciclo de Mercado, la empresa tiene que re-evaluar su estructura de costos, volúmenes de producción y estrategias de precio. Este cambio está alineado con Patrik Frisk (COO, Under Armour) quien reconoce que “después de muchos años de crecimiento rápido y construcción de infraestructura, nos encontramos en el proceso de simplificar las operaciones”. Se invirtió USD 129 Millones en 2017 en el plan que contempla una re-estructuración de 5 años. En 2018 se continuó invirtiendo, en lo que resultará en una inversión de entre USD 110 Millones y USD 130 Millones. Esta inversión contempla el costo de nuevas instalaciones, la terminación de contratos de alquiler, y la resolución en su situación actual de inventario y deficiencia de activos. Está en los planes de Frisk, por ejemplo, reducir la cantidad de SKUs entre un 30% y 40% en el 2019, y 25% menos para fines del 2018²⁴. David Bergman (CFO, Under Armour), está alineado con el plan y espera un mínimo ahorro anual de USD 75 Millones, a partir del 2019.

²² Seeking Alpha, Why It Is Time To Buy Under Armour

²³ Supply Chain Dive, Under Armour seeks to simplify operations after a tough 2017

²⁴ Supply Chain Dive, Under Armour seeks to simplify operations after a tough 2017

Under Armour apostó desde 2014 al crecimiento de su Red de Negocio Minorista Propia, expandiéndose en Estados Unidos y en el extranjero, principalmente en Asia. Si se asocian las expectativas de venta Vs. el Crecimiento del PBI en China, se puede ver una relación entre la caída del crecimiento de ventas de Under Armour y la caída del crecimiento del PBI de China a partir del 2015.

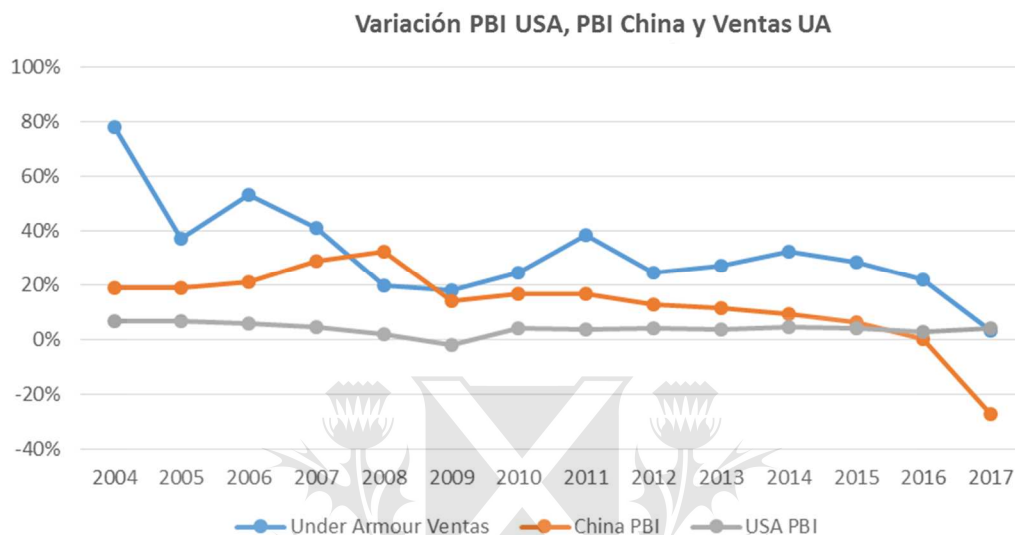


Gráfico Net Income vs. Ventas²⁵



3.2. Estructura Market CAP

Under Armour fue fundada en 1996, y empezó a cotizar en bolsa en Noviembre-2005. Actualmente tiene tres clases de acciones: A, B y C a partir del Split en Abril del 2016. La diferencia entre las acciones de Clase A (Ticker: UAA), y las acciones de clase C (Ticker: UA) son los derechos de voto. Las acciones de Clase C (UA) no tienen derechos de voto. Las acciones Clase A (UAA) conceden un voto por acción. Las acciones de Clase B son de tipo privadas, y pertenecen al Fundador, Dueño y CEO de Under Armour: Kevin Plank.

²⁵ World Bank. World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files. GDP by Country. Gráficos elaboración propia

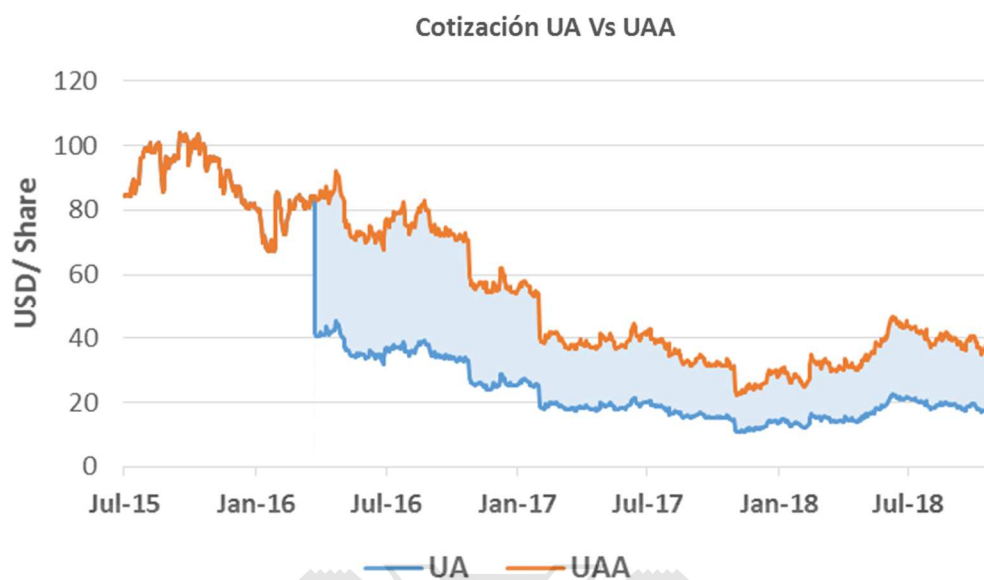


Gráfico Cotización UAA vs. Cotización UA ²⁶.

Como las acciones Clase A (UAA) tienen derecho de voto, estas cotizan más caras que las acciones Clase C (UA). Sin embargo, los votos concedidos por las acciones de Clase A son considerados como votos que no afectaran el rumbo de la compañía. Esto se debe a que el Fundador y CEO es dueño de más de 34 Millones de acciones Clase B, que no son públicas²⁷.

El split en 2016 le concedió una acción de Clase C por cada acción de Clase A a cada accionista. Esto resultó en la reducción del precio a la mitad, tal cual hubiera sucedido en un Split 2-a-1, pero sin concederles a los accionistas más derechos de voto. Las acciones Clase A cotizan más caro que las acciones Clase C. En general se observa un promedio de 10% de diferencia, y una brecha máxima del 23% entre el valor de las acciones. De esta manera, como Bolster señala, las acciones UAA resultan ser muy costosas para un voto que tiene muy poco valor²⁸.

El motivo principal del split, destaca K C Ma: PhD Finanzas en la Universidad de Stetson, es para separar el control de propiedad de la empresa. Sobre todo para reducir el riesgo de adquisición de la empresa. La contrapartida de esta estructura dual de acciones es que la empresa depende de las decisiones de Kevin Plank.

²⁶ Bloomberg, Datos 2015-2018. Gráfico elaboración propia

²⁷ Bloomberg, Datos Perfil Compañía.

²⁸ US News & World Report, UA vs. UAA: What's the Difference Between Under Armour's 2 Stock Classes?

3.3. Recursos Humanos

Under Armour tiene cerca de 16.000 empleados, y demostró tener un crecimiento en el personal contratado desde su fundación en 1996²⁹. De hecho, quintuplicó la cantidad de empleados en 9 años (2009-2018). Esta rankeada por Indeed con una puntuación de 3.9/5.0 como una buena empresa para trabajar. Sus mayores puntuaciones están en: Cultura (3.8), Balance entre trabajo y vida (3.7), y Gerencia (3.5)³⁰. Business Insider considera a las oficinas como un sueño para los fanáticos de deportes³¹.

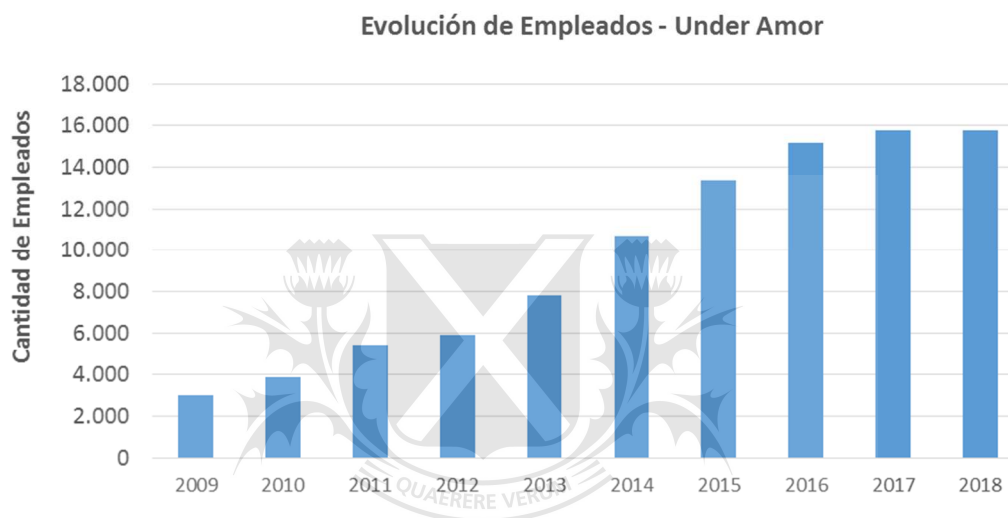


Gráfico Evolución de Empleados – Under Armour ³²

Sin embargo, Under Armour se enfrentó con el año más duro desde que empezó a cotizar en 2017 y espera un plan de reducción de 280 empleados para Marzo 2019. Adicionalmente, la empresa está enfrentando un cambio de reestructuración, en el cual propone sectores específicos para cada disciplina de deporte, distinto a sector por líneas de producto como tenía anteriormente.

En Julio Under Armour contrató a Patrik Frisk como Presidente de la empresa. Dentro de sus tareas va a poner el foco en supervisar áreas como por ejemplo: Supply Chain, Ventas, Marketing y Producto, y así liberar a Plank para que pueda definir el rumbo de la empresa³³. La incorporación de Patrik Frisk se vio acompañada de mucho recambio en el nivel gerencial. Se espera con esta re-estructuración que Under Armour pueda volver a dedicarse a la innovación del producto, con sectores especializados en cada uno de los deportes en los cuales está

²⁹ Statista, Number of employees of Under Armour worldwide from 2009 to 2017

³⁰ Indeed, Under Armour, Inc. Review

³¹ Business Insider, Under Armour's massive headquarters is a sports fan's dreamland — take a look inside

³² Bloomberg, Datos 2015-2018. Gráfico elaboración propia

³³ Business Insider, Under Armour's massive headquarters is a sports fan's dreamland — take a look inside

involucrado. Esto debería reflejarse en producto más innovador, específico, con costos de producto más bajos.

3.4. Producción y Costos

Under Armour produce principalmente en Asia, América Central, Sudamérica y México. Siendo Asia la región con más del 80% de su producción³⁴. Los principales factores que afectan sus Costo de Mercadería Vendida son: diseño de los productos, el algodón y el costo de mano de obra. En el gráfico se puede ver la tendencia del Margen Bruto Vs. el Costo del Algodón y la mano de obra del sector manufactura de China. Se puede observar que el margen tiene una tendencia negativa desde 2010 (50%) hasta el 2017 (45%), y el costo de mano de obra tiene una tendencia creciente para el mismo periodo. El costo de algodón, por otro lado muestra estar en alza entre el 2016 y 2017, y una correlación de -0,65 (2008-2018) con el Margen Bruto.

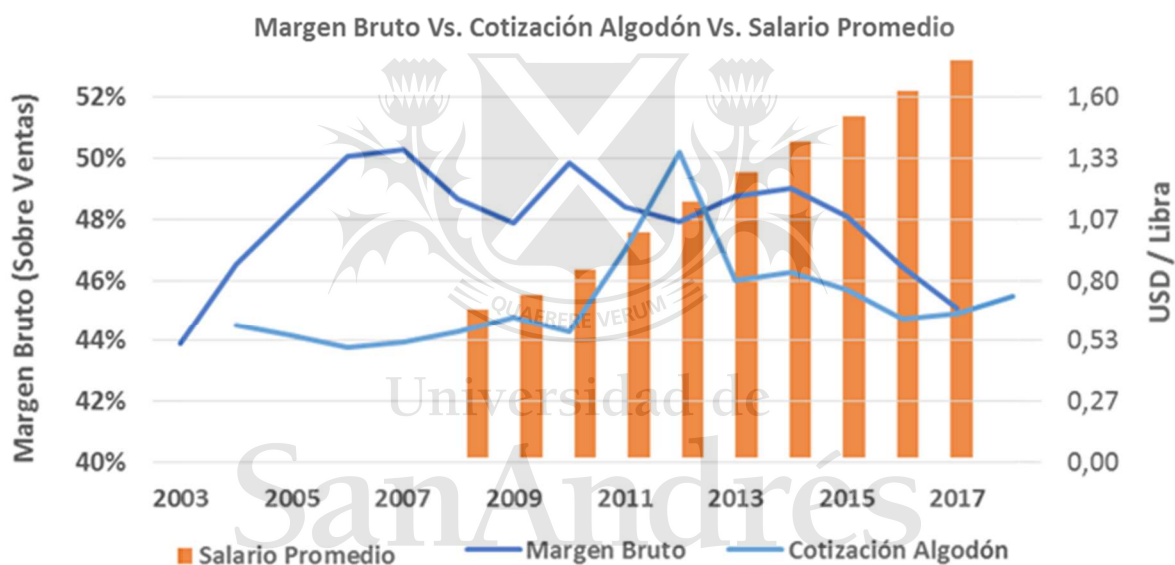


Gráfico Margen Bruto Vs. Cotización Algodón Vs. Salario Promedio. El Salario Promedio representa el salario promedio en China en el Sector Manufactura, los valores están en CNY/año y no corresponden a ningún eje. Los valores de salario están a modo de referencia desde el año 2008³⁵.

Si bien se puede determinar una relación entre el la mano de obra, el precio del algodón y el margen. Under Armour cree que puede mejorar los márgenes mejorando sus procesos productivos, ofreciendo un producto innovador, en menores cantidades, que permita tener un precio más alto.

³⁴ Bloomberg, Company Profile

³⁵ Trending Economics (Salario Promedio Manufactura en China). Macro Trends (Precio Histórico del Algodón) Bloomberg (Margen Bruto).

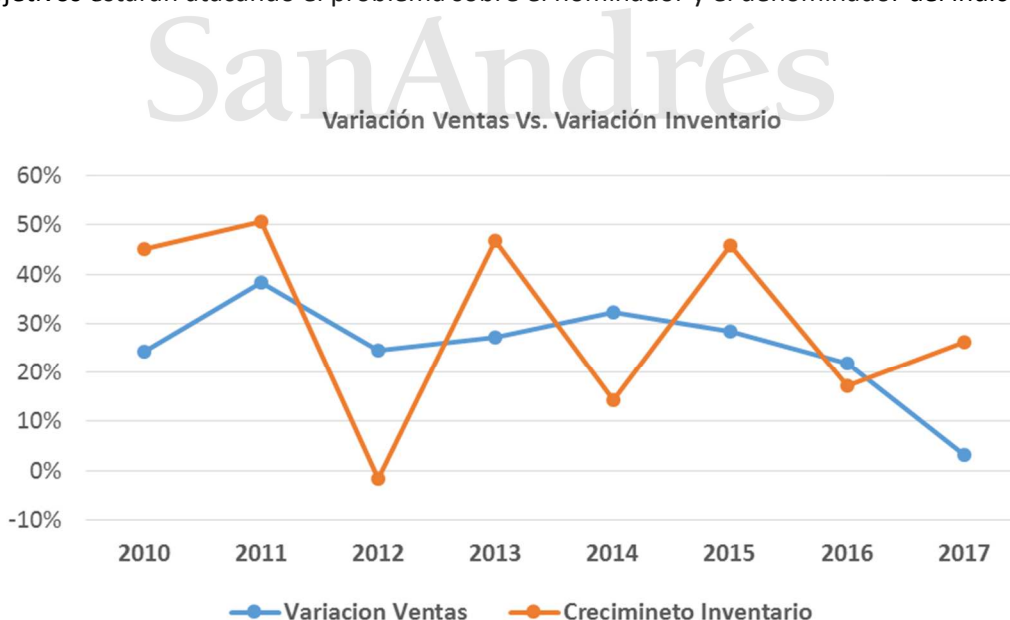
Para el futuro de la empresa, es clave que la empresa recupere puntos en el Margen Bruto. El 2017, fue un gran año de inversión en mejoras de procesos, cambios de sistema y re-estructuración de la empresa que apuntan específicamente a mejorar el producto y los márgenes de venta.

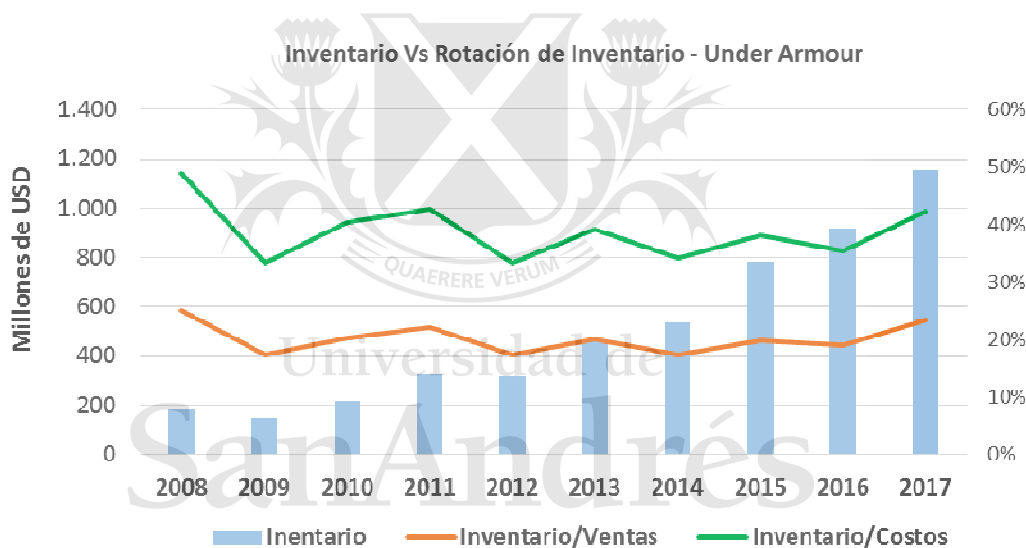
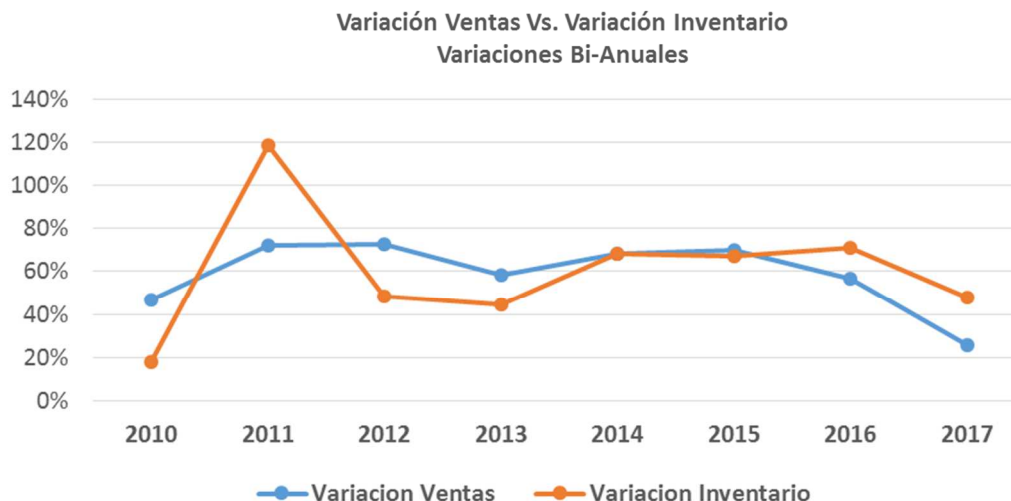
3.5. Inventario

La situación de inventario actual, representa una demasía de USD 250 Millones para Under Armour. De hecho, junto con la situación de deuda de la empresa son dos problemas importantes que Plank quiere atacar. En los últimos años el crecimiento de los inventarios desproporcionado al crecimiento de las ventas ha generado menor disponibilidad de efectivo para inversiones, mayores ventas en sucursales Outlet, y por ende menor margen bruto.

Las ventas en sucursales Outlet son positivas para liquidación de stock, y tener un canal de salida para remanentes de colecciones anteriores. Sin embargo, en situaciones de demasía de stock, las ventas excesivas a través del canal Outlet resultan en precios más bajos, una mala imagen para la marca, y un margen bruto más bajo.

Por otro lado, tener un índice de Inventario/Costo demasiado alto resulta en capital invertido sin movimiento. En algunas situaciones, este escenario podría ser favorable, pero no es el caso de Under Armour. Esta situación sumada a la situación de deuda creciente que tiene la empresa, demuestra que si hubiera tenido un mejor gerenciamiento sobre los inventarios la empresa podría contar con menos capital invertido, y menos deuda. La estrategia que plantea Under Armour para resolver la situación de stock es mejorar los procesos productivos, apuntando a stocks más chicos con producciones más eficientes(menos costosas). Logrando estos dos objetivos estarán atacando el problema sobre el nominador y el denominador del índice.





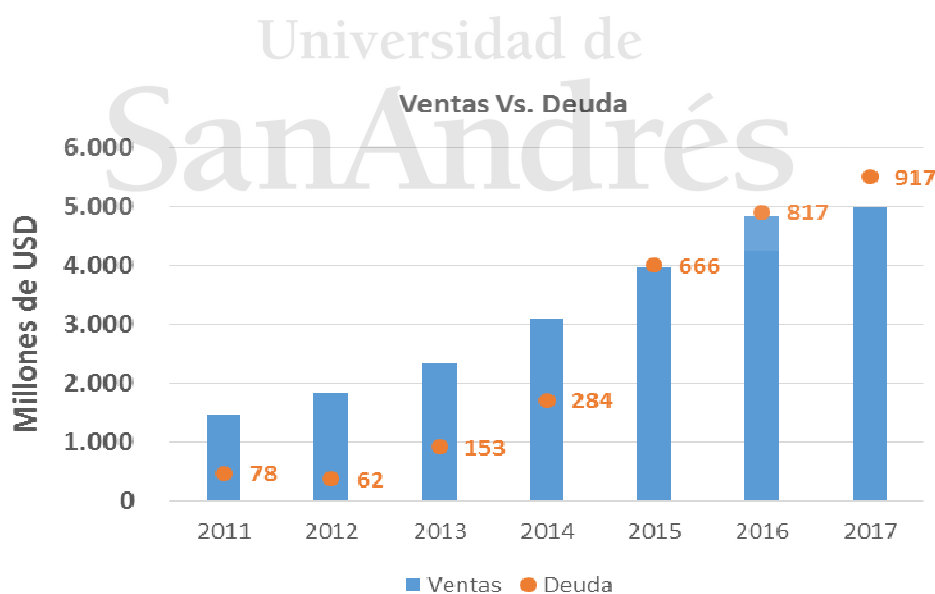
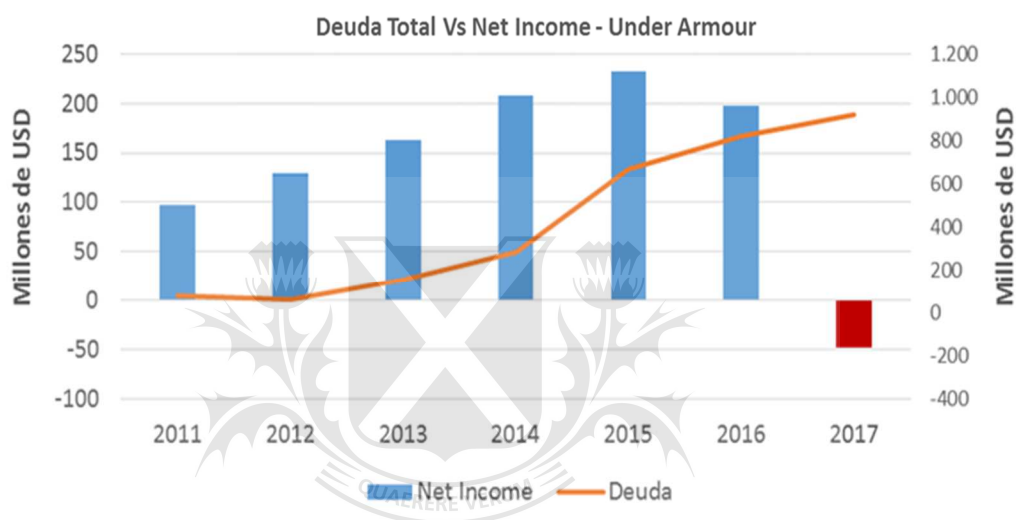
Gráficos Variación Ventas Vs. Variación Inventario, Inventario Vs. Rotación de Inventario³⁶.

3.6. Deuda

La situación de deuda de Under Armour es otra situación a resolver. A diciembre 2017, la empresa presentó una deuda de USD 917 Millones, su mayor deuda contraída en la historia de la empresa. Si bien este valor no es alarmante, en proporción al valor de sus activos. El 2017 también fue el primer año que la empresa presentó su primer resultado negativo. La empresa adquirió deuda para poder cubrir las inversiones relacionadas a Connected Fitness (Aplicación Deportiva), y para poder cubrir contratos millonarios con celebridades a partir del 2015.

³⁶ Bloomberg, descarga de datos de Plataforma Bloomberg. Gráficos de elaboración propia

Los dos proyectos en los cuales decidió invertir la empresa mostraron un pequeño cambio en el rumbo de la empresa. Por un lado, se vieron obligados a no quedarse fuera del mundo de las aplicaciones. Sin embargo, esta inversión resultó en gran pérdida durante el 2015 (USD 16.5 Millones en Q1-2015). Con respecto a la contratación de celebridades, Under Armour optó por firmar contratos millonarios con grandes deportistas, para estar más presente en el mundo de los deportes. Hay controversias con respecto a esta decisión, ya que algunos apuntan a que si el producto es bueno no es necesario firmar contratos millonarios, solamente alcanza con estar presente dentro del mundo deportivo.



Gráficos Deuda Total Vs.Net Income, Ventas Vs. Deuda³⁷.

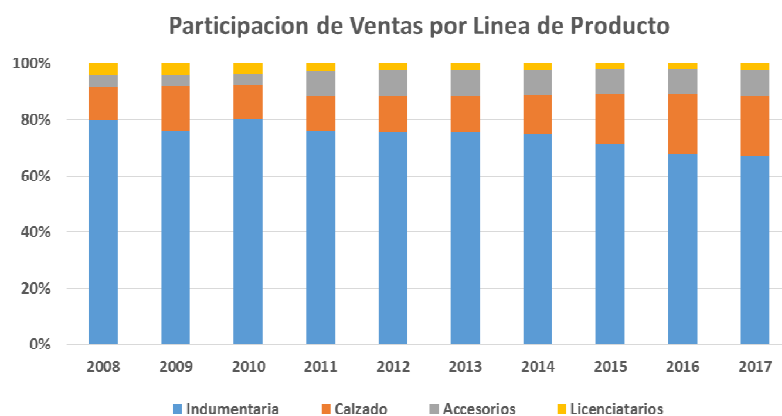
³⁷ Bloomberg, descarga de datos de Plataforma Bloomberg. Gráficos elaboración propia

Para superar esta situación Under Armour apunta a volver a resurgir y a enfocarse en el desarrollo de producto innovador, eso logrará repuntar su crecimiento en ventas y solucionará gran parte del problema. Por otro lado, Plank resalta que las inversiones que se realizaron en el 2017 fueron positivas, ya que todas apuntan al crecimiento de la empresa. Destaca que la inversión realizada en la implementación del nuevo sistema de gestión, fue una inversión a largo plazo que ya no hará falta volver a hacer en el corto plazo. Esta inversión permitirá la mejor gestión de inventarios, y mejores procesos. La aplicación Connected Fitness ha logrado grandes resultados, con muchos nuevos usuarios, lo cual le da a la marca más presencia. Y ha invertido en la re-estructuración de su empresa, que le permitirá poner el foco a especialistas en el desarrollo de producto de cada deporte³⁸.

3.7. Ventas por Línea de Producto, Regiones y Canales de Venta

Under Armour se especializa en el diseño, producción y venta de Indumentaria Deportiva. En 1996 la empresa fue fundada, cuando vendía únicamente indumentaria. En 2008, la indumentaria representaba el 80% de sus ventas. Esta participación, fue disminuyendo a medida que la marca decidió agrandar su participación en el la categoría del Calzado Deportivo. Al aumentar el volumen de esta categoría, Under Armour empezó a perfilar su empresa para poder competir más de cerca contra las principales marcas, que cuentan con una mayor participación de calzado en sus ventas. Desde 2008, Under Armour aumentó la participación de ventas de calzado de un 12% a un 21%. Para complementar su línea de producto también acompañó aumentando la proporción de accesorios, la cual representa un 9%.

En cuanto a las ventas por Región, Under Armour ha demostrado ser una empresa predominantemente estadounidense. La empresa fue fundada en Estados Unidos, y mantuvo más del 97% de sus ventas en ese país hasta el 2014. En este año Under Armour comenzó a abrir oficinas y sucursales propias alrededor del mundo activando tanto el canal mayorista, como el minorista. Esta situación, en términos de expectativa de crecimiento, es favorable para Under Armour ya que demuestra que tiene mercados por desarrollar. Tanto Nike como Adidas, presentan ventas por encima de un 18% de participación para las regiones de Asia y Latino América, y Under Armour solo 9% para cada región.



³⁸ Mad Money, Entrevista a Kevin Plank.

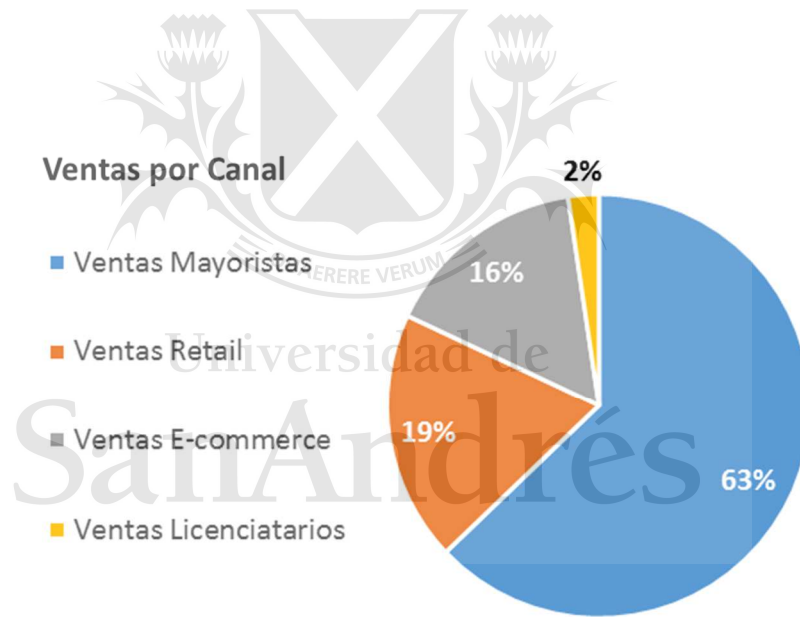
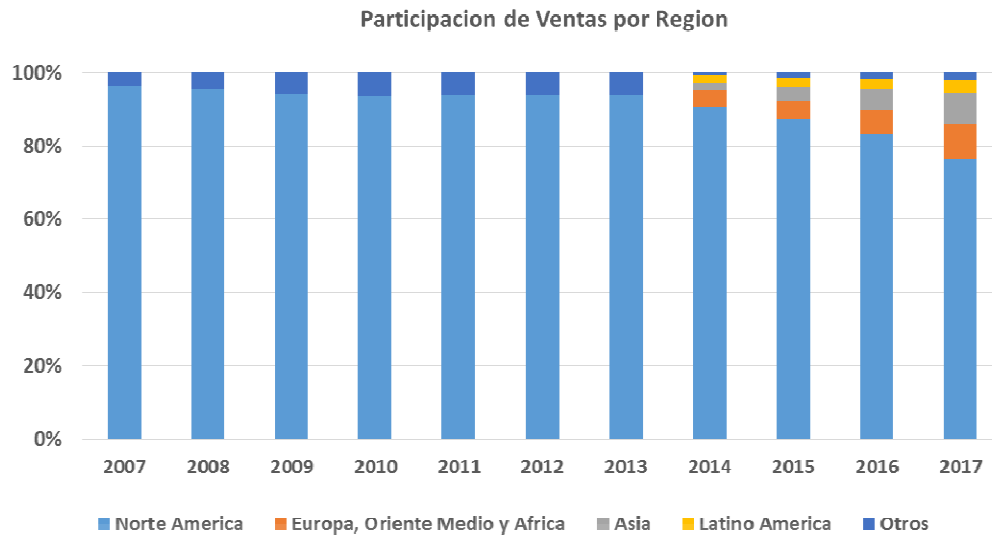


Gráfico: Ventas por Línea de Producto, Región y Canal de Venta³⁹.

En esta industria es común que el mayor porcentaje de las ventas ocurran a través del canal mayorista. Under Armour, al igual que los principales competidores, mantiene esta proporción. Para este tipo de empresas, les es mucho más sencillo aumentar su volumen de ventas en cadenas deportivas que ya cuentan con la infraestructura y los puntos de venta desarrollados. La venta a través del canal de Minorista y Digital es más rentable. Sin embargo, las sucursales propias se

³⁹ Bloomberg, descarga de datos de Plataforma Bloomberg. Gráficos elaboración propia

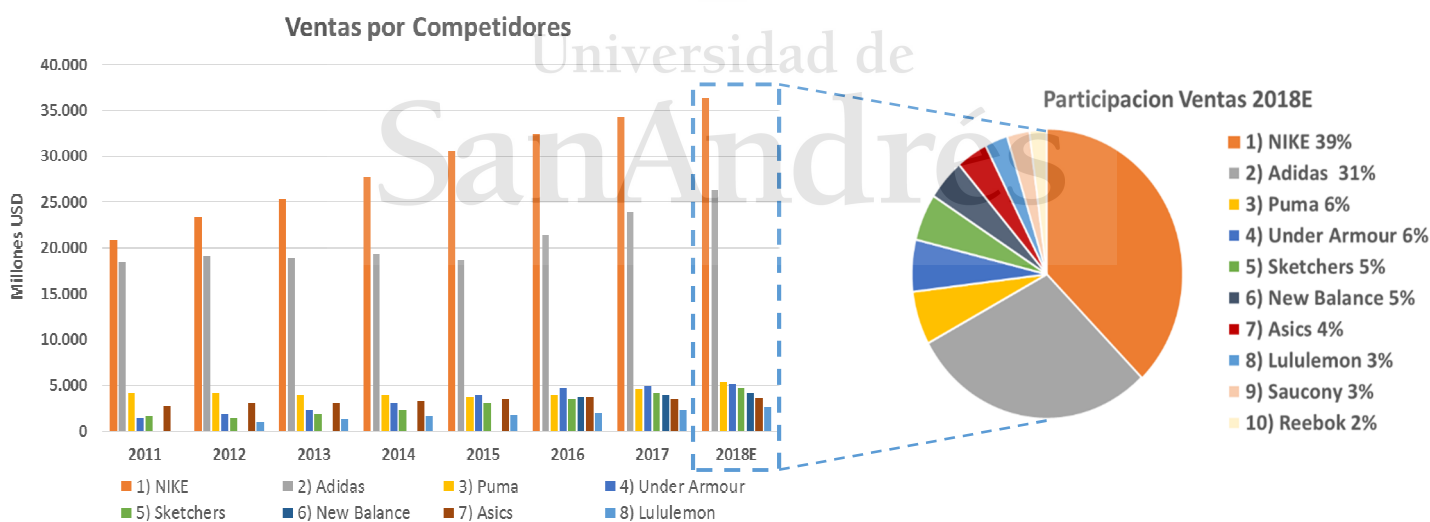
utilizan, además de para generar ingresos, para construir una imagen de marca y estar en contacto constante con el público.

3.8. Competidores

Los grandes competidores de Under Armour son: Nike, Adidas y Puma. Estas marcas, a diferencia de Under Armour, son marcas que tienen mayores ventas en el segmento de Calzado. Under Armour, es una empresa que principalmente vende Indumentaria, y tiene ventas de calzado para complementar su catálogo. Analizándolas en cuanto a presencia en deportes americanos, al ser una empresa Estadounidense, Under Armour compite en el mismo segmento que Nike y New Balance en Estados Unidos.

Nike y Adidas, son considerados los dos gigantes del segmento. Son empresas más antiguas, más grandes y bien establecidas. Under Armour se considera una empresa nueva, similar a Lululemon. Ambas son empresas cuyo volumen de venta principal está en el segmento de Indumentaria Deportiva, con gran crecimiento interanual de ventas. A diferencia de Under Armour, Nike y Adidas tienen su negocio principal en el segmento del Calzado Deportivo.

El cuadro muestra una comparación de los competidores de Under Armour según sus ventas, estos serán utilizados para la valuación por múltiplos de Under Armour.



Gráficos Ventas Competidores⁴⁰

⁴⁰ Bloomberg, descarga de datos de Plataforma Bloomberg. Gráficos de elaboración propia

3.8.1. Índices y Ratios de Competidores

Revisando el Margen Bruto y EBITDA de los principales competidores se puede observar que el promedio de Margen Bruto es de 47%, y del EBITDA 12% sobre ventas. Al ser empresas productivas, se puede ver claramente cómo afecta el margen bruto sobre el EBITDA de cada empresa. Debido a esta condición de mercado, estas empresas presentan distintas líneas o segmentos de producto. Para distintas regiones, o mercados, ofrecen líneas de producto más económicas o costosas. Mantener ese mix de productos saludable en cada mercado es un factor clave para que las empresas puedan mantener volúmenes de venta con los márgenes deseados.

En cuanto a los gastos operativos, se puede deducir que Nike es el jugador que presenta mayores eficiencias operativas, ya que es la marca con menor Margen Bruto en el 2017 (44%), pero presenta un EBITDA (14,3%) que la posiciona como la 3er Marca con mejor EBITDA. Lululemon, por otro lado, es la marca con mayor Margen Bruto y Mayor EBITDA. Es una marca nueva para el mercado (similar a Under Armour. Fundada en 1998) que ofrece un producto innovador en el segmento de Mujeres, con crecimiento constantemente en la participación del negocio. Comparándola con los índices del mercado, parecería que Lululemon está ofreciendo un producto de moda, al cual se le puede establecer un precio superior que los del mercado, o que sus procesos productivos (generando menores costos de producción) son muy superiores a los del mercado.

2017	Margen Bruto				EBITDA			
	2015	2016	2017	Tendencia	2015	2016	2017	Tendencia
Lululemon Athletica Inc	48%	51%	53%		21%	22%	23%	
Adidas	48%	49%	50%		9%	10%	12%	
Puma	45%	46%	47%		4%	5%	8%	
Columbia Sportswear Co	46%	47%	47%		13%	14%	14%	
Skechers USA Inc.	45%	46%	47%		13%	12%	11%	
Asics Corp	43%	44%	46%		8%	9%	8%	
Under Armour Inc	48%	46%	45%		13%	12%	7%	
Nike Ink	46%	45%	44%		16%	16%	14%	

Tabla: Margen Bruto y EBITDA - Competidores ⁴¹

⁴¹ Bloomberg, descarga de datos de Plataforma Bloomberg. Tabla elaboración propia

En la industria del Calzado e Indumentaria Deportiva es fundamental estar activo en las distintas disciplinas, y en general eso se representa en inversiones de Marketing. Este es un negocio en el que la inversión en Marketing es fundamental, y presenta índices de inversión/ventas mayor que otras industrias. En general este índice ronda el 10% de las ventas. Under Armour, dentro de esta muestra, resulta ser una de las empresas con mayor índice (11%). Esta situación está en sintonía, con los esfuerzos que realizó la empresa para estar más presente en los distintos mundos deportivos. Concretando contratos millonarios, la marca aumentó sus gastos operativos y aumentó sus niveles de deuda para poder cubrirlos.

2017	Marketing/ Ventas	Inversión en Marketing
NIKE	10%	3.341
Adidas	10%	2.480
Under Armour	11%	565
Puma	10%	467
New Balance	6%	240

Tabla: Inversiones Marketing - Competidores ⁴²

Universidad de
SanAndrés

⁴² Bloomberg, descarga de datos de Plataforma Bloomberg, y Statista, Marketing Expenditures. Tabla elaboración propia

3.9. Plan Baltimore

Under Armour tiene como proyecto en cartera mudar sus oficinas corporativas a un Campus Global de Alto rendimiento (High Performance Global Campus) en Port Covington, Baltimore. Con una inversión total de USD 5,5 Mil Millones el plan acompañará de manera estratégica la expansión de la compañía. Uno de los puntos más notables del proyecto es la ganancia millonaria que se espera para la ciudad de Baltimore. En base a las estimaciones de Nelson Byrd Woltz, el proyecto generará un ingreso de USD 2,8 Mil Millones, y generará más de 12,000 puestos de trabajo adicionales en la ciudad. Kevin Plank tiene grandes expectativas de crecimiento para la empresa, similares a las que viene teniendo desde 1996. Es por este motivo que se decidió por desarrollar este proyecto tan ambicioso. Adicionalmente, el proyecto tiene como objetivo restaurar la ecología de la costa en Port Covington, y establecer la historia que comparten Baltimore y Under Armour.

El proyecto se desarrollará en 4 etapas proporcionales al crecimiento de la compañía. La tecnología utilizada en el campus y el compromiso con la ciudad Baltimore se verán reflejados en el final del proyecto. Al finalizar el campus, se verán reflejados los valores y misión de la marca.⁴³



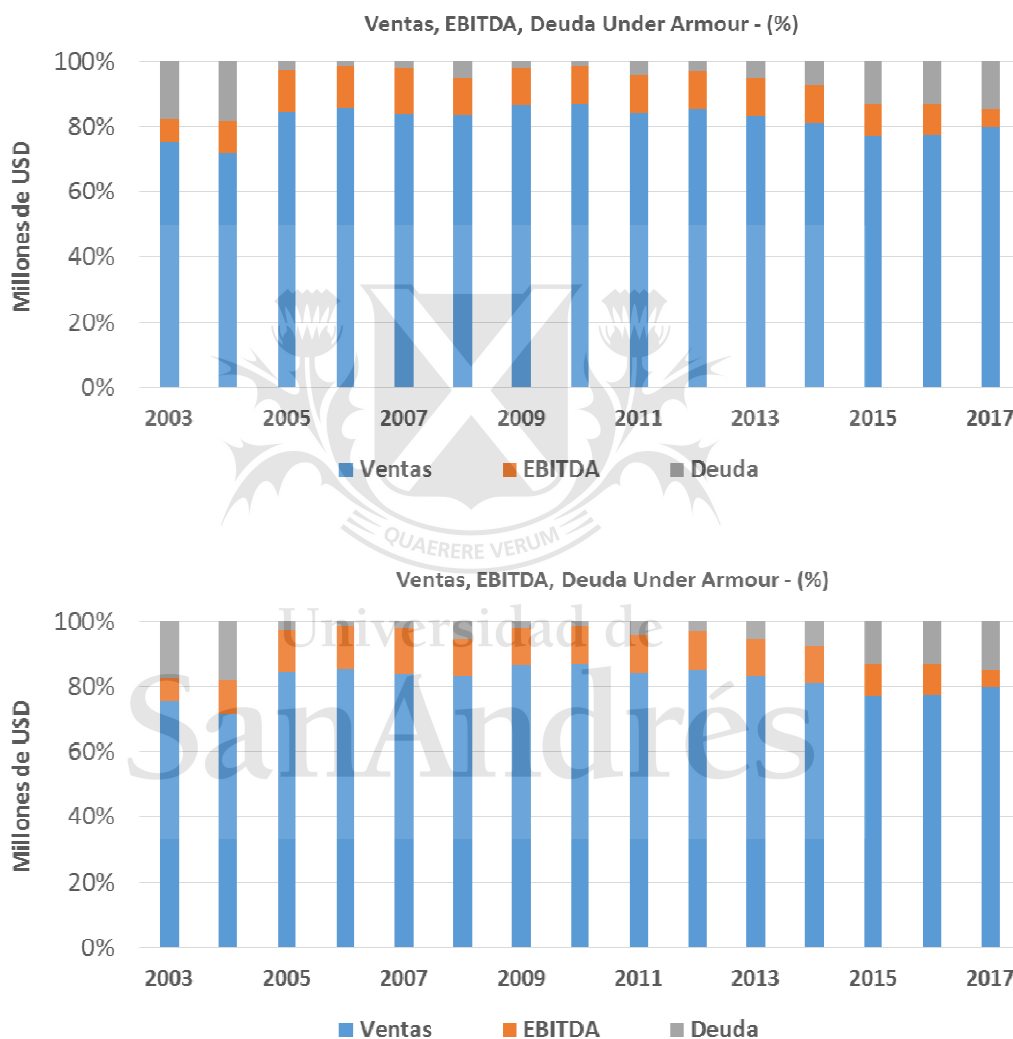
Imágenes: Nelson Byrd Woltz, Plan Under Armour Campus en Baltimore

⁴³ Nelson Byrd Woltz Landscapes Architects, Plan Under Armour

4. Análisis Financiero

4.1. Ventas, EBITDA & Deuda

Para la valuación se analizarán los últimos 5 años de la empresa. A continuación se detallan las Ventas, EBITDA, y Deuda de Under Armour. La caída en el crecimiento de las Ventas, en el Margen Bruto y el aumento en los Gastos Operativos son tres factores principales que afectaron el resultado de la empresa, resultando en un EBIT negativo por primera vez en la historia de la empresa.



Gráficos: Ventas Anuales, EBITDA y Deuda⁴⁴

El promedio de crecimiento de ventas de los últimos 5 años de Under Armour fue de 23%, y el crecimiento del 2017 fue de 3%. Esta caída en el crecimiento impactó fuertemente en los pronósticos

⁴⁴ Bloomberg, Descarga de datos Plataforma Bloomberg, gráficos elaboración propia

generando una situación en la que Under Armour tuvo que aumentar su deuda. Al no cumplir con las expectativas de ventas, también se generó una situación de sobre stock. El tener demasía de stock, obligó a la marca a ofrecer descuentos y liquidaciones para bajar sus niveles de stock, y recuperar volumen de venta. Resultando finalmente, en la caída del Margen Bruto. Under Armour sufrió la pérdida de uno de sus socios estratégicos: Sports Authority, lo que repercutió en el volumen de venta del 2017.

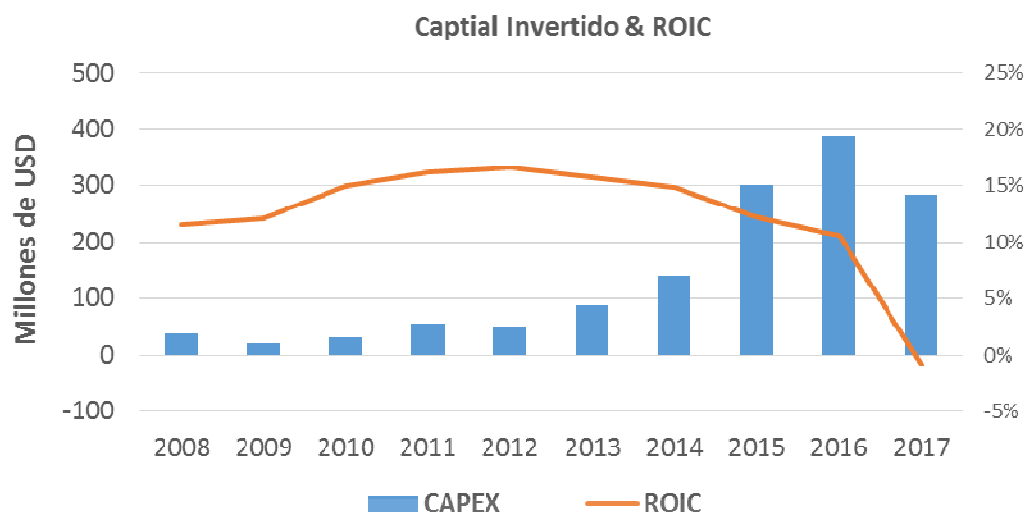
Similarmente, el EBITDA demostró ser el peor resultado en los últimos 5 años (7%). En promedio desde el 2013 hasta el 2016 el EBITDA fue del 13%. En valores absolutos, Under Armour bajó el promedio de EBITDA de USD 500 MM a USD 200 MM en 2017 (aproximadamente). Principalmente, el EBITDA fue afectado por la reducción de margen bruto de 48% a 45%. Y el aumento en los gastos operativos de 35% a 41%, generados por el gran incremento en acciones de Marketing, y el plan de re-estructuración.

La situación de deuda resulta desproporcionada con relación a años anteriores. Sin embargo, desde el 2013 ésta tuvo una tendencia creciente hasta alcanzar los USD 917 MM en 2017. En la llamada de conferencia y en los reportes de Q3-2018, se menciona que el directorio tiene como objetivo resolver esta situación. Los resultados acompañan los objetivos establecidos, ya que al cierre del Q3-2018 se reportó un cuarto menos de la deuda máxima adquirida: USD 703 MM⁴⁵.

4.2. CAPEX & ROIC

Al haber obtenido un Resultado Final Negativo en 2017, la tasa de retorno sobre capital invertido también es una tasa negativa. Este parámetro, hace que la empresa no sea atractiva para invertir en este momento, excepto que se tenga una expectativa de que esto cambie. Según los informes de Q3-2018, Under Armour espera un Net Income Negativo para el 2018. El directorio, también está siguiendo este aspecto del negocio y esperando revertir la situación cuanto antes, para que el negocio vuelva a ser uno que genere flujos positivos. Como medidas para resolver esta situación, ya se redujo el presupuesto de inversiones 2018 de USD 204 MM a USD 175 MM. También se trabajó en recortes impositivos, y la empresa logró un beneficio impositivo por única vez que afectará de manera positiva al flujo de efectivo. Este recorte significativo del 20% del al 15% del EBITDA, representa un cambio en el ratio *eps* (earnings per share) de 0,19 a 0,22.

⁴⁵ Under Armour, Baltimore, Oct. 30, 2018 /PRNewswire/ -- Under Armour, Inc. (NYSE: UA, UAA)



Gráficos: CAPEX, y Return on Invested Capital (retorno sobre capital invertido)⁴⁶

4.3. Capital de Trabajo (Working Capital)

La definición de Working Capital es la diferencia entre Activos Corrientes y Pasivos Corrientes. Para la valuación se realizará un ajuste sobre esta definición. Se utilizarán los Activos Corrientes sin considerar los valores de Caja y Equivalentes, y tampoco se considerarán los valores de deuda financiera.

Los valores de Caja y Equivalentes no serán considerados, ya que se tomará el supuesto que estos valores son generalmente invertidos en Bonos y Letras del Tesoro, o Pagarés de Corto Plazo. Si bien son inversiones con retornos muy bajos, comparados con los retornos de la empresa, siguen siendo inversiones que generan retornos y por ende no deberían estar incluidos en el Working Capital. Por otro lado, los valores de deuda financiera tampoco serán considerados, debido a que la deuda va a ser considerada en el costo de capital estimado para la determinación del WACC. Si se contemplara la deuda en el Working Capital, se estaría considerando dos veces.

El Working Capital de Under Armour tiene una tendencia creciente desde el 2013. En el 2017, el directorio declaró tener en inventario aproximadamente USD 250 Millones por encima de los valores deseados, y que apuntan a reducir sus niveles y rotación de stock en el corto plazo. Eso sumado al objetivo de reducir los costos de producción, presentado en el proyecto de re-estructuración, apuntan a una reducción en el crecimiento de los activos corrientes. Asimismo, la empresa se encuentra involucrada en un proyecto de largo plazo. El proyecto incluye el plan de re-estructuración, y el desarrollo de infraestructura en el puerto de Baltimore. Estas inversiones, también indican que el crecimiento en el activo corriente se reduciría. Ya que, el efectivo disponible, pasará a formar parte del activo no-corriente como bienes de uso.

⁴⁶ Bloomberg, Descarga de datos Plataforma Bloomberg, gráficos elaboración propia

	2013	2014	2015	2016	2017
Activos Corrientes	781	956	1.369	1.715	2.025
Pasivos Corrientes	322	393	437	659	908
Working Capital	460	564	932	1.056	1.117
Variación WC	44%	23%	65%	13%	5,8%
Liquidez	2,4	2,4	3,1	2,6	2,2
Prueba Acida	1,3	2,1	1,2	1,3	0,9
WC / Ventas	20%	18%	24%	22%	22%

Tabla: Working Capital y Ratios de Solvencia ⁴⁷

4.4. Ratios de Liquidez

En cuanto a los ratios de liquidez, se puede observar con la prueba ácida que el 2017 ha demostrado ser un punto de inflexión donde los activos líquidos han sido por primera vez menos que las deudas corrientes. Similarmente, la prueba de liquidez demostró su año de menor índice. Estos índices reflejan de manera consistente la situación de deuda abultada en la que la empresa se involucró, tanto en el largo como en el corto plazo, en el 2017.

	2016	2017
Caja y Equivalentes	250	312
Deuda Total	817	917
Patrimonio Neto	2.031	2.019
EBITDA	562	202
CAPEX	388	283
Deuda / Patrimonio Neto	0,4	0,5
EBITDA / Deuda	0,7	0,2
EBITDA / CAPEX	1,5	0,7

Tabla: Ratios Crediticios ⁴⁸

⁴⁷ Bloomberg, Descarga de datos Plataforma Bloomberg, gráficos elaboración propia

⁴⁸ Bloomberg, Descarga de datos Plataforma Bloomberg, gráficos elaboración propia

Los ratios crediticios reafirman la situación de apalancamiento de la empresa. Con índices del 0,5 de Deuda/Patrimonio Neto, y EBITDA 3 veces menor al monto de deuda total, es una situación por la cual la empresa debería tomar acciones rápidamente. El directorio, consideró este tema uno prioritario y lo atacó durante el 2018, logrando para los resultados del Q3-2018 reducir la deuda a $\frac{3}{4}$ de su monto.

En base a los indicadores e índices analizados se puede concluir: que la empresa tiene un PE bajo (comparado con su competencia), tiene expectativas de crecimiento de ventas, tiene un riesgo de mercado bajo (se revisará este punto en detalle en la sección de Valuación), y un ROE demasiado bajo para el mercado. En definitiva cubre 3 de los 4 puntos que recomienda Damodaran⁴⁹ para identificar una empresa que este sub-valorada. Conociendo que la situación del 2017 y 2018 fueron años particulares para la marca, y siendo una marca con un buen historial en lo que respecta a crecimiento y retornos, se puede considerar una buena opción para analizar y concluir si es un buen momento para comprar acciones de Under Armour o no. Para poder tomar una buena decisión, en conjunto con la valuación es importante entender si la empresa: tiene una expectativa de crecimiento positiva, que riesgo tiene, y que tan eficiente es la empresa para generar el crecimiento esperado.

4.5. Evolución de Flujo de Fondos

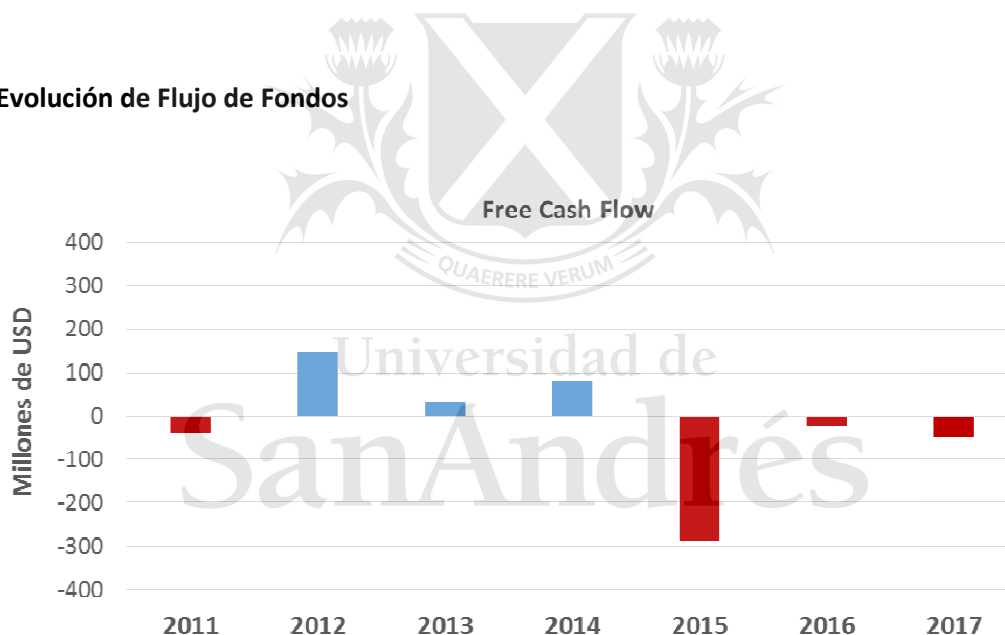


Gráfico: Free Cash Flow ⁵⁰

El Free Cash Flow, o Flujo de Caja es la disponibilidad de efectivo de todos los inversores en una empresa. La evolución del Free Cash Flow, sirve como análisis para medir el riesgo que tiene la empresa. Una empresa que tiene una tendencia de Free Cash Flow positivo por varios años seguidos, seguramente muestre una empresa sin expectativa de alta variación positiva del valor de las acciones. Por otro lado, una empresa con un Free Cash Flow negativo puede ser una empresa sub-valorada, con

⁴⁹ Damodaran

⁵⁰ Bloomberg, Descarga de datos Plataforma Bloomberg, gráficos elaboración propia

posibilidades que su stock valúe aumente. Esta situación es probable para empresas que se encuentran en proceso de crecimiento.

Para analizar si Under Armour tiene posibilidad aumento en su valor de stock, se debe analizar el Free Cash Flow junto con la evolución de ventas y el *eps* (o utilidad por acción).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas	1.473	1.835	2.332	3.084	3.963	4.825	4.977
EPS	0,23	0,30	0,36	0,47	0,52	0,60	0,19
CAPEX	56	51	88	141	301	388	283
Inventario	324	319	469	537	783	917	1.159
Free Cash Flow	-41	149	32	79	-287	-23	-49

Tabla: Ventas, EPS, Free Cash Flow ⁵¹

Si bien es clara la tendencia negativa en el Free Cash Flow de Under Armour en los últimos años, se puede observar que la tendencia de Ventas y EPS es positiva hasta el 2016. Y las ventas continúan con tendencia positiva hasta el 2017.

Under Armour declaró que en 2017 comenzó con un plan de re-estructuración y de desarrollo de nuevas instalaciones, las cuales están alineadas con sus expectativas de crecimiento. Este lineamiento se ve acompañado con la inversión que realizó la empresa hasta el 2016, mostrando una tendencia de CAPEX positiva.

La situación de aumento de inventario también contribuye a un Free Cash Flow Negativo. El crecimiento en los inventarios de 2016 Vs 2017 fue del 26%, mientras que el crecimiento de las ventas para el mismo periodo fue de 3%. Si la expectativa es que la empresa podrá resolver esta situación de inventario, y que el producto que la empresa tiene en stock todavía mantiene el valor, entonces esta situación se puede considerar como temporal, y no grave.

En resumen Under Armour presenta un Free Cash Flow negativo, con un crecimiento en las ventas, crecimiento en sus inversiones, crecimiento en su ratio *eps*, y crecimiento en su inventario. Under Armour presenta las características de una empresa apostando al crecimiento. Si bien es evidente que Under Armour ha crecido muy rápidamente en estos 22 años, y que su crecimiento para los próximos años sea más paulatino, cuenta con las condiciones para seguir haciéndolo. Los valores que presenta la empresa permiten concluir que si las expectativas de crecimiento contempladas en los proyectos de re-estructuración y expansión se cumplen entonces Under Armour tiene un valor de stock que posiblemente suba en los próximos años.

⁵¹ Bloomberg, Descarga de datos Plataforma Bloomberg, gráficos elaboración propia

5. Proyecciones

Kevin Plank, declaró que su empresa dedicó el 2017 para convertirse en una mejor empresa. Durante este año emprendieron un cambio de sistema de gestión y un cambio de estructura. Plank se encuentra convencido que el nuevo sistema de gestión les permitirá tener un mejor seguimiento y análisis en Supply Chain, Producto, y Ventas. El cambio de estructura, lo pensó para cambiar el foco de la empresa. Volviendo a sus raíces, Plank armó equipos de trabajo específicos por deporte bajo el lema “Los consumidores son Atletas”. También utilizaron este periodo para trabajar en liderazgo, y enfocar al equipo de trabajo en que el core del negocio sea producto estrictamente deportivo⁵².

En las llamadas de conferencia del Q3-2018, Plank se muestra entusiasmado por continuar con su proyecto que comenzó en 2017. Él sigue viendo el proyecto de re-estructuración, optimización de fuerza de trabajo, mejoras en sus procesos de Supply Chain, reducción de inventario, y reducción de deuda, como un proyecto en término. Entiende que es un proceso largo, pero declara que los resultados de Q3 prueban que el proyecto de transformación está funcionando, y está convencido que la empresa volverá a los índices de crecimiento en el 2019⁵³.

El management tiene como objetivo crecer en Estados Unidos, con mejor producto, y desarrollar sus cadenas Minoristas y ventas digitales en Asia, y América Latina. Se utilizarán esos supuestos para estimar las proyecciones de venta por región. Manteniendo a Estados Unidos como el mercado principal, y Asia con el mercado con mayor potencial de venta.

En Q3-2018 se superaron los resultados esperados, con un crecimiento de 2,4% en las ventas y un Net Income de USD 75 MM. Si bien ambas son cifras bajas, para los estándares que venía manejando Under Armour, las dos superaron las expectativas de Wall Street⁵⁴. Esto es una buena señal para la empresa, y lo que podría significar un punto de cambio para Under Armour.

Siguiendo con las declaraciones en la llamada de conferencia del Q3-2018, se utilizará como escenario base proyecciones con: Crecimiento en Ventas, Reducción de Costos Productivos (Aumento en Margen Bruto), Reducción en Gastos Operativos, y Reducción de Deuda Financiera. Siguiendo esos supuestos se realizará la valuación de Flujo de Fondos Descontados, y se comparará con los resultados de la valuación por Múltiplos. También, se espera como proyección de Under Armour el desarrollo del mercado en otras regiones. Para la región de Asia, se espera lograr un desarrollo de marca que contribuya significativamente al volumen de ventas, y por ende al crecimiento de las mismas.

⁵² Mad Money - CNBC, Entrevista Kevin Plank

⁵³ Under Armour, Inc. (UA), Q3 2018 Earnings Call

⁵⁴ Zacks. Our Research. Your Success, Under Armour (UAA) Stock Up on Q3 Earnings Beat, Raised View

6. Valuación Under Armour, Inc.

6.1. Flujo de Fondos Descontados

Como primer método de valuación se usará el método de Flujo de Fondos Descontados. Este método mostrará una valuación intrínseca de la compañía, medido en USD reales. A través del modelo de Flujo de Fondos Descontados o *DCF* (Discounted Cash Flow), se puede estimar el valor de una empresa medido como función del crecimiento y riesgos de la misma. Este método se basa en los fundamentos de la valuación, y es uno de los métodos más utilizados para la valuación de una empresa. El *DCF* es una herramienta que nos permitirá estimar el valor presente del Flujo de Fondos de la empresa estimado, descontado a una tasa ajustada para reflejar los riesgos del mercado.

Para una valuación completa se debe analizar los distintos escenarios que puede tener la empresa. Para la valuación, se utilizarán tres escenarios: Escenario Base, Escenario Optimista, y Escenario Pesimista. El resultado arrojará un rango de valor de la empresa.

Under Armour presenta un Flujo de Fondos negativo para el 2017, y el directorio informó que el 2018 también será un año con un Flujo de Fondos negativo. Como premisa obligatoria para valorar Under Armour se debe asumir que la empresa presentará Flujos de Fondos positivos para los próximos años. De lo contrario, la valuación de Under Armour sería negativa, y por ende no sería una opción de inversión.

La empresa ha demostrado poder crecer año a año hasta el 2017. Si bien el crecimiento no siempre será con la misma proporción de crecimiento, Under Armour tiene mucha participación de mercado que ganar, ya que sus ventas representan el 6% del mercado. La empresa ha demostrado poder crecer por 22 años consecutivos, y existen regiones en las cuales su negocio no está desarrollado, como por ejemplo: Asia, Latino América, y Europa.

6.1.1. Supuestos

6.1.1.1. Ventas

Under Armour espera recuperar su crecimiento en Ventas en los próximos años (13% promedio anual). Si bien la marca ya superó su etapa de desarrollo y tuvo un crecimiento en las ventas fenomenal, alcanzando los USD 5 Mil Millones en 21 años de empresa, representa el 6% del mercado de Indumentaria y Calzado Deportivo. Lo que indica que tiene lugar de crecimiento. Adicionalmente, la empresa invirtió el 2017 y 2018 en un plan de re-estructuración que promete volver a los fundamentos de la empresa, focalizándose en el desarrollo y diseño de productos innovadores. Finalmente, Under Armour es una empresa que todavía no desarrolló su marca en el extranjero. Si bien tiene presencia en Asia, todavía tiene posibilidad de crecimiento. En Latino América recién está en etapas iniciales de desarrollo de la marca.

En América del Norte Under Armour predomina por su presencia en deportes americanos. Para recuperar volumen, la marca deberá encontrar las ventas perdidas con el cierre de su socio estratégico Sports Authority. Deberá aumentar su red de sucursales para la venta Minorista,

continuar con el crecimiento que presenta el canal digital, y volver a incorporar producto innovador y específico de cada deporte. Esta región representa el 77% de las ventas globales. Se considera para el caso optimista, que Under Armour podrá encontrar nuevamente el tipo de producto innovador característico de la marca, y que su plan de re-estructuración con el foco puesto en cada deporte, a diferencia de cada línea de producto, sea exitoso. Sin embargo se espera que este crecimiento lleve al menos un año más. En el 2019 se estima un crecimiento del 5% sobre las ventas, y un crecimiento del 15% desde el 2020 hasta el 2023.

Para el escenario optimista, también se considera que las ventas de la marca crezcan tanto en Asia como en América Latina. Representando un 20% y un 15% de crecimiento respectivamente, desde el 2019 hasta el 2023. Este crecimiento se basa en que la marca está en etapas iniciales de desarrollo, y con margen para alcanzar su punto de madurez. Adicionalmente, se espera que a través de la aparición de plataformas digitales el mercado crezca en estas zonas.

Con respecto a Europa, Oriente Medio y África se espera un crecimiento del 5% desde 2019 hasta el 2023, ya que estas zonas, momentáneamente, no son zonas a las que se le dé un enfoque principal en las declaraciones de la llamada de directorio de Q3-2018.

Comparación Crecimiento de Ventas (Distintos Escenarios)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total
Escenario Base	2%	14%	15%	15%	15%	15%	98%
Escenario Optimista	2%	22%	23%	23%	23%	23%	182%
Escenario Pesimista	2%	3%	3%	3%	3%	3%	16%

Tabla: Crecimiento de Ventas (Distintos Escenarios) ⁵⁵

6.1.1.2. Costo de Mercadería Vendida y Gastos Operativos

Con respecto a los márgenes brutos, se espera que la empresa gradualmente recupere ganancias a través del plan de re-estructuración propuesto. Tanto el directorio como Kevin Plank, hacen mención del trabajo que están haciendo en convertirse en una empresa con mejores procesos productivos, más efectivos, con menos desperdicio, y con menores volúmenes de venta. Para el escenario optimista, se espera que la empresa alcance nuevamente un margen bruto del 49%, para el 2021, y que mantenga ese margen hasta el 2023.

Atado al plan de re-estructuración, se espera que la empresa no solo mejore sus procesos productivos, sino también sus procesos de Supply Chain. Adicionalmente, se espera que la empresa reduzca sus gastos financieros, por la reducción de deuda. Siguiendo el lineamiento que

⁵⁵ Elaboración propia, Supuestos para Valuación

el proyecto será exitoso se espera que la empresa baje sus gastos operativos de un 40% en el 2018 a un 35% sobre las ventas en el 2023. Si bien este es un objetivo ambicioso, la empresa ha presentado un porcentaje similar durante el 2012 hasta el 2016.

Comparación Margen Bruto (Distintos Escenarios)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Promedio
Escenario Base	45%	46%	48%	49%	49%	49%	48%
Escenario Optimista	45%	47%	49%	49%	49%	49%	48%
Escenario Pesimista	45%	45%	46%	46%	46%	46%	46%

Tabla: Margen Bruto (Distintos Escenarios)⁵⁶

Comparación Gastos Operativos (Distintos Escenarios)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Promedio
Escenario Base	40%	37%	35%	35%	35%	35%	36%
Escenario Optimista	40%	37%	35%	35%	35%	35%	36%
Escenario Pesimista	40%	38%	38%	35%	35%	35%	37%

Tabla: Gastos Operativos (Distintos Escenarios)⁵⁷

6.1.1.3. EBITDA y EBIT

El 2017 ha sido un año particular para Under Armour. En este año la empresa presentó su peor EBITDA desde el 2012, a pesar del crecimiento en ventas durante estos años. La empresa disparó sus gastos operativos por: acciones de marketing, procesos ineficientes, sobre stock, adquisición de deuda desmedida, y un aumento en sus gastos por el proyecto de transformación que comenzó en 2017.

Se estima que gran parte de la pérdida en EBITDA está relacionada por la caída en el crecimiento de las ventas (3% en 2017), el cual fue el peor índice desde la creación de la empresa. Para los próximos años se estima que la empresa tenga un índice de crecimiento de ventas 10 puntos por

⁵⁶ Elaboración propia, Supuestos para Valuación

⁵⁷ Elaboración propia, Supuestos para Valuación

encima al del 2017. Sumado a esto la reducción de costos por la ejecución del plan de reforma exitoso, contribuirá, en el escenario optimista, a que la empresa recupere los valores que obtuvieron en promedio entre el 2014 y 2016 de al menos USD 500 MM, a partir del año 2019.

Las depreciaciones y amortizaciones han presentado entre un 2% y 3% sobre las ventas, entre el 2012 y el 2017. Para las proyecciones se mantendrán en similares valores en la proyección para los tres escenarios de valuación.

6.1.1.4. Net Income

También fue un hito el Net Income presentado en 2017. Este fue el primer año que la empresa presentó un resultado negativo desde su creación. Adicionalmente, ya se informó en la llamada de conferencia de Q3-2018 que el 2018 también será un año con un Net Income Negativo. A pesar de estas declaraciones, la empresa se muestra positiva con respecto a la ejecución del plan de re-estructuración, y espera que en 2019 Under Armour será nuevamente un negocio que genere dinero.

En cuanto a la situación impositiva, en el reporte Q3-2018 se declaró que Under Armour se tomará un beneficio impositivo por única vez generado por ventas de activos entre empresas. Esto afectará de manera positiva en el Net Income del 2018. Para las proyecciones, a partir del 2019, el flujo negativo generado por los impuestos se mantendrá proporcional a los valores de años anteriores (3% de las Ventas).

En el reporte También se declaró que los intereses del 2018 serán USD 50 MM. Esto se debe principalmente por la reducción de deuda de USD 250 MM (aprox.) que la empresa logró en el 2018. Para las proyecciones, se espera que la empresa mantenga esta proporción de deuda sobre las ventas, lo que resultara en una situación financiera más saludable.

6.1.1.5. Inversiones

Under Armour demostró ser, desde 1996, una empresa con ambición de crecimiento. Y demostró estar predispuesta a realizar las inversiones necesarias, que un crecimiento de esta magnitud conlleva. Desde el 2015, la empresa opto por un plan de inversión agresivo, el cual la llevo a una situación de deuda comprometedora. La empresa ya está comprometida con dos grandes proyectos que afectarán directamente sobre los niveles de inversión: Plan de Re-estructuración, y Proyecto Baltimore Campus. El segundo proyecto, es uno que está pensado en etapas y de acuerdo al crecimiento en ventas que presente la empresa, como se reporta en el Reporte 10K 2017, y en el reporte Q3-2018. Para el 2018, se redujo el nivel de inversión de USD 200 MM a USD 175 MM. Esta información se rebeló en el último reporte de resultados. Para las proyecciones, en el escenario optimista, se considera que la empresa considere el crecimiento en las ventas y tome una postura más conservadora en cuanto a la expansión, tal como lo realizaron en Q3-2018.

Comparación CAPEX (Distintos Escenarios)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total
Escenario Base	175	174	200	229	263	302	1.342
Escenario Optimista	175	186	229	281	347	428	1.647
Escenario Pesimista	175	157	108	111	114	118	782

Tabla: CAPX (Distintos Escenarios)⁵⁸

6.1.1.6. Variación en Capital de Trabajo (Working Capital)

En cuanto a la variación en el Working Capital se asume que la empresa presentará variaciones en el capital de trabajo negativa para el 2018, principalmente por la reducción de inventario y costos de producción de la empresa. Pero se considera que a futuro la variación será positiva, por el crecimiento en cuentas a pagar e inventario generado por las ventas adicionales. En cuanto a los pasivos corrientes, la empresa ha demostrado mantener una proporción estable desde 2013. Se mantendrá esa proporción para los siguientes años.

	Cuentas a Cobrar / Ventas x 365	Inventario / CMV* x 365	Cuentas a Pagar / CMV* x 365	Gastos Pagos / Ventas	Gastos Devengados / Ventas	
Índices	38	123	50	-3%	5%	
Capital de Trabajo	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Escenario Pesimista	1.195	1.096	1.118	993	1.023	800
Escenario Base	1.195	1.206	1.353	1.324	1.519	1.327
Escenario Optimista	1.195	1.277	1.534	1.628	2.007	1.884

*CMV (Costo de Mercadería Vendida)

Tabla: Índices Variación Capital de Trabajo (Distintos Escenarios)⁵⁹⁵⁸ Elaboración propia, Supuestos para Valuación⁵⁹ Elaboración propia, Supuestos para Valuación

6.1.1.7. Perpetuidad

El valor terminal, es un punto fundamental para la valuación. Este valor es clave para una mejor estimación por el peso que representa en el Flujo de Fondos. Para el caso de Under Armour se armará un Flujo de Fondos Descontado desde 2019 hasta 2023, y se cree que la empresa continuará operando y generando ganancias a futuro. Se considera que hasta el 2023, la empresa presentará un escenario de crecimiento, y luego alcanzará una estabilidad de negocio y permanecerá generando un Flujo de Fondos similar al del 2023 con distintas tasas de crecimiento para cada escenario.

El motivo por el cual se elige un valor terminal con una tasa de crecimiento baja es porque a medida que la empresa se convierta en una empresa más grande, le resultará más difícil mantener los índices de crecimiento. Actualmente, Under Armour es una empresa mediana en su mercado, lo que significa que todavía tiene mucho espacio de crecimiento. El crecimiento de ventas cayó en 2017, es una alerta para no esperar grandes periodos de crecimiento, ni índices de crecimientos tan grandes como los que presentó en su historia. Sumado a esto, al ser el mundo de la moda, se espera que nuevos jugadores aparecerán, y no se podrán mantener las ventajas competitivas por siempre. La estimación de crecimiento del PBI a nivel global es de un 2.9%⁶⁰. Para el Escenario Pesimista se asume que el crecimiento estará por debajo de esta estimación: 2%, para el Escenario Base se considera el mismo crecimiento que el índice pronosticado: 3%, y para el Escenario Optimista se considera un crecimiento por encima del crecimiento del PBI esperado: 4%.

Para el 2018 y 2019 se considera un crecimiento en las ventas del 5%, y hasta el 2023 se estima un crecimiento en las ventas del 13%. Se estima que a partir del 2023, el mercado va a alcanzar un punto de maduración de mercado.

6.1.2. Tasa de Descuento

Para la tasa de descuento de los flujos descontados se utilizará el WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). El WACC representa un promedio del costo de capital teniendo en cuenta todas sus fuentes. Estas fuentes incluyen: acciones, acciones preferentes, y deuda. El costo de cada capital se promedia en proporción a su peso sobre el Capital Total.

$$WACC = K_e \times \frac{E}{(D + E)} + (1 - Tasa\ Imp.) \times K_d \times \frac{D}{(D + E)}$$

La tasa estimada, servirá para descontar el Flujo de Fondos de cada año. Se considera el costo de capital de una empresa determinada en un mercado determinado. Como parámetros adicionales a los de Under Armour se considerarán: Bonos del Tesoro Estadounidense para la tasa libre de riesgo, y el retorno de UAA Vs. el retorno del SP&500 para estimar la prima sobre el retorno del mercado.

⁶⁰ World Bank, Global Economic Porspect

Utilizando el método de CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), el cual se representa en la siguiente fórmula, se estimara el Costo de Capital:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Para la estimación de β se realizó una regresión de los retornos de UAA vs los retornos del S&P 500. Este valor representa la volatilidad de Under Armour en comparación con el mercado (S&P 500). Para la estimación, se observaron datos desde que UAA cotiza en bolsa (2005). Adicionalmente se contemplaron regresiones con el índice Dow Jones, y los retornos de UA. Estos no presentaron diferencias significativas (Ver Anexo III: Beta Alternativo).

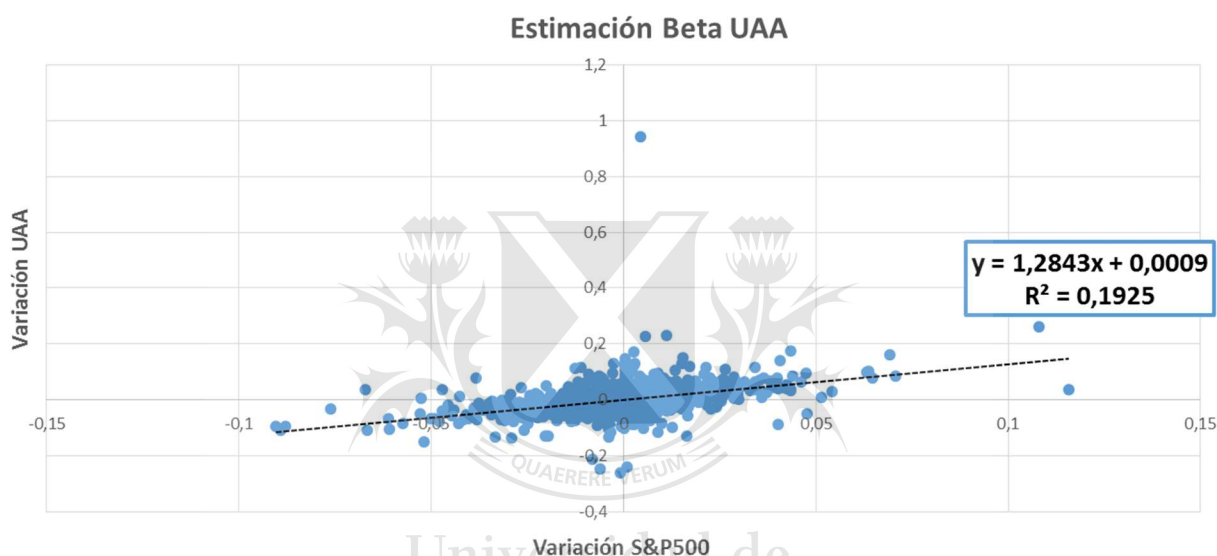


Gráfico: Estimación Beta: UAA Vs S&P 500 ⁶¹

Utilizando los siguientes valores se estimó el WACC para el descuento del Cash Flow. Para la tasa libre de riesgo se utilizó el rendimiento del bono soberano de Estados Unidos de 40 años. Para el costo de deuda, se utilizó el rendimiento de Under Armour (2026). Finalmente, para la tasa impositiva se utilizó el valor de 35%, el cual representa el valor de impuesto a las ganancias para el mercado en Estados Unidos.

⁶¹ Bloomberg, Descarga de datos Plataforma Bloomberg, gráficos elaboración propia

Variable	Valor
Tasa Libre de Riesgo	3,2%
Beta	1,28
Retorno Esperado S&P 500	9,6%
Ke	11%
Kd	5,7%
Tasa Imp.	35%
$\frac{E}{(E + D)}$	0,88
$\frac{D}{(E + D)}$	0,12
WACC	10,52%

Tabla: Estimación WACC

6.1.3. Escenarios

Para la valuación se utilizaron tres escenarios: Escenario Base, Escenario Pesimista, y Escenario Optimista. En los tres escenarios se contempla que la empresa revertirá su situación de Resultado Negativa, que el crecimiento en ventas crecerá con respecto al 2017, que aumentará el Margen Bruto, que se reducirán los gastos operativos en relación a las ventas, y que se revertirá la situación de deuda que tiene la empresa. Se consideran estas premisas básicas para que la empresa presente una valuación positiva, y se le pueda asignar un valor.

En cuanto al escenario pesimista, se propone una situación similar a la que tiene Under Armour actualmente. Se consideraron cuatro premisas que difieren del escenario base: 1) Se redujo el índice de crecimiento en ventas, lo que representa una variación en ventas desde el 2017 hasta el 2023 de 16%. 2) El plan de re-estructuración no alcanza los objetivos de reducir costos de producción, lo que genera que la empresa mantenga un margen bruto promedio de 46%. 3) La empresa no puede bajar sus gastos operativos hasta el 2021, lo que podría incluir gastos excesivos en marketing, o gastos financieros elevados. 4) Para el Valor Terminal, se considera un valor con crecimiento continuo del 2% (1 punto menor a la estimación del PBI Global).

Para el escenario optimista se consideraron también cuatro premisas que difieren del escenario base: 1) El crecimiento en ventas en Estados Unidos retoma tasas de crecimiento altas (Prom. 2019-2023: 18%). 2) El crecimiento en ventas en Asia crece 22%, suponiendo un acelere de ventas en la región. 3) Las inversiones son mayores, que el escenario Base. 4) Para el Valor Terminal, se considera un valor con crecimiento continuo del 4% (1 punto por encima de la estimación del PBI Global).

Como resultado la valuación por *DCF* arrojó un rango desde USD 3.667 MM (escenario pesimista), hasta USD 10.925 MM (escenario optimista). Con el escenario base, Under Armour se valuó a un valor de USD 7.563 MM.

6.1.4. Descuento de Flujo de Fondos – Escenario Base

	Histórico						Proyección						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	PERP
Ventas	1.835	2.332	3.084	3.963	4.825	4.977	5.071	5.806	6.653	7.630	8.757	10.058	10.058
América del Norte	1.727	2.194	2.815	3.509	4.084	3.891	3.965	4.560	5.244	6.031	6.935	7.975	7.975
Europa, Oriente Medio y África			134	203	331	470	479	503	528	554	582	611	611
Asia-Pacífico	108	138	70	145	269	434	442	530	636	764	916	1.100	1.100
América Latina			64	106	142	181	185	212	244	281	323	372	372
Costo de Mercadería Vendida	956	1.195	1.572	2.058	2.585	2.733	2.784	3.129	3.453	3.883	4.457	5.119	5.119
Margen Bruto	48%	49%	49%	48%	46%	45%	45%	46%	48%	49%	49%	49%	49%
Gastos Operativos	628	821	1.086	1.396	1.678	2.042	2.028	2.148	2.328	2.670	3.065	3.520	3.520
EBITDA	252	316	426	509	562	202	259	528	871	1.076	1.235	1.418	1.418
Depreciaciones y Amortizaciones	43	51	72	101	145	174	177	174	200	229	263	302	302
EBIT	209	265	354	409	417	28	81	354	672	847	972	1.116	1.116
Impuestos	58	86	103	100	131	38	39	173	198	227	261	299	299
Interés	23	18	43	76	29	38	50	35	33	31	26	30	30
Net Income	129	162	208	233	257	-48	-8	146	441	589	685	787	787
CAPEX	-51	-88	-141	-301	-388	-283	-175	-174	-200	-229	-263	-302	-302
Depreciaciones y Amortizaciones	43	51	72	101	145	174	177	174	200	229	263	302	302
Efectivo de Otras Operaciones	9	48	43	50	86	170	-	-	-	-	-	-	-
Variación en Capital de Trabajo	19	-141	-104	-369	-124	-61	-78	-11	-147	29	-196	193	-65
Free Cash Flow	149	32	79	-287	-23	-49	-83	135	294	618	489	979	13.422
Valor Presente UA	8.168												
Deuda	917												
Caja	312												
Valor Presente UA	7.563												

Tabla: DCF – Escenario Base. Los DCF de los escenarios Optimista y Pesimista se encuentran en el Anexo II.

6.2. Valuación por Múltiplos

Como segundo método de valuación se utilizará la Valuación por Múltiplos. Esta metodología es una valuación relativa. A diferencia de una valuación intrínseca o valuación por *DCF*, no se valorará la empresa basada en su crecimiento, riesgos y flujos. En cambio, se valorará la empresa comparándola con activos similares. El valor que el mercado está pagando, en promedio por empresas similares, servirá para valorar la empresa que está bajo valuación. Para poder utilizar esta metodología es importante tener una buena muestra de empresas comparables. Las principales características son que las empresas: pertenezcan a la misma industria, tengan tamaños similares, se encuentren en los mismos mercados, presenten tasas de crecimiento similares, y tengan retornos similares. Al utilizar empresas similares se estarán teniendo en cuenta los riesgos y crecimientos asociados con un mercado determinado.

Otra gran diferencia de la Valuación por Múltiplos, es que esta metodología nos pretermirá valorar la empresa en un momento determinado. Adicionalmente, este método presenta una gran desventaja: asume que los activos están correctamente valuados por el mercado. Esta desventaja no nos permitirá distinguir entre empresas que estén sobrevaluadas o subvaluadas en valores relativos, y subvaluadas o sobrevaluadas en valores absolutos, respectivamente.

Para la valuación de Under Armour se utilizarán como empresas comparables, los competidores que cotizan en bolsa: Nike, Adidas, Puma, Fila, Lululemon, Skechers y Columbia. Se eligieron los múltiplos EV/EBITDA y EV/Ventas para la valuación. Adicionalmente, se analizó el múltiplo P/E y se desarrolló porque no es un buen múltiplo para valorar Under Armour en este momento. En cuanto a la información utilizada, son datos a Diciembre 2017.

	Under Armour	Competidores							Promedio
	2017	Nike	Adidas	Puma	Fila	Lululemon	Skechers	Columbia	
Múltiplos									
P/E	71,8	57,20	28,69	41,00	16,03	52,61	22,46	47,06	42,10
P/Book	3,2	12,76	6,64	4,18	N/A	13,63	2,06	3,83	6,61
P/Sales	1,3	3,08	1,89	1,54	1,02	6,16	0,94	2,40	2,18
EV/Sales	1,4	3,10	1,86	1,42	1,59	6,11	0,80	2,05	2,29
EV/EBITDA	34,6	21,26	15,06	16,45	11,18	24,97	7,00	14,81	18,17
Enterprise Value	8.830	17.800	46.560	6.180	4.210	17.850	3.620	5.360	
Market CAP	7.720	114.650	47.430	6.680	2.710	17.990	4.270	6.280	
Book Value per share	4,3	5,7	17,5	106,9	N/A	10,0	13,0	23,4	
Shares Outstanding	186.070	1.270.000	201.120	14.950	61.120	122.590	135.100	69.960	

Tabla: Múltiplos Competidores⁶²

⁶² Bloomberg, Descarga de datos Plataforma Bloomberg, gráficos elaboración propia

6.2.1. Múltiplo: EV/EBITDA

El múltiplo EV/EBITDA compara el valor de la empresa sobre el resultado (antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones). Este múltiplo, tiene como ventaja principal que no depende de la estructura de capital de la empresa a evaluar. Es un múltiplo ideal para poder evaluar Under Armour, por la situación de deuda (desproporcionada con sus competidores) que presenta la empresa.

Para valuar Under Armour con el EV/EBITDA, se analizó el EBITDA que presenta la empresa. En 2017, la empresa presentó un EBITDA de USD 202 MM. Este resultado no es constante con los que venía presentando la empresa desde 2012 hasta 2016. De hecho, no solo es el EBITDA más bajo desde 2012, sino que además el promedio de 2013 a 2016, es de USD 500 MM (aprox.). Para la valuación se consideró que Under Armour volverá rápidamente a establecerse como una empresa con un EBITDA de USD 500 MM. Por este motivo, para esta metodología, se valió Under Armour con un EBITDA de USD 497 MM (Escenario Base). Para obtener el resultado, se multiplicó el EBITDA esperado de Under Armour por el múltiplo EV/EBITDA, se sumó el valor de la deuda y se restó el valor de caja. El resultado de la valuación es un Valor de Empresa entre USD 8.928 MM y USD 11.041 MM.

		EV/EBITDA					
		15,76	16,76	17,76	18,76	19,76	
EBITDA (MM USD)	Escenario						
	Pesimista	371	5.843	6.213	6.584	6.955	7.326
	Base	528	8.323	8.852	9.380	9.908	10.437
	Optimista	627	9.883	10.510	11.138	11.765	12.392
		Múltiplo Under Armour 34,6					
Valuación EV/EBITDA (en Millones de USD)							
Market Cap = EV - Deuda + Caja		8.928	9.456	9.985	10.513	11.041	
Deuda	917						
Caja	312						

Tabla: Valuación por Múltiplos – EV/EBITDA

6.2.2. Múltiplo: EV/Ventas

El múltiplo EV/Ventas compara el valor de la empresa sobre las ventas. Debido a que la empresa no tiene un EBITDA o EBIT de referencia, este es un buen múltiplo porque considera la valuación desde el punto de vista de las ventas.

Para valorar Under Armour con el EV/Ventas, se analizaron las ventas proyectadas en el DCF desde el escenario pesimista, hasta el escenario optimista.

Para obtener el resultado, se multiplicaron las ventas estimadas de Under Armour por el múltiplo EV/ventas, se sumó el valor de la deuda y se restó el valor de caja. El resultado de la valuación es un Valor de Empresa entre USD 9.614 MM y USD 11.318 MM.

		Escenario	EV/Ventas				
			0,73	1,23	1,73	2,23	2,73
Ventas (MM USD)	Pesimista	5.223	3.787	6.398	9.010	11.621	14.233
	Base	5.806	4.209	7.112	10.015	12.917	15.820
	Optimista	6.211	4.503	7.608	10.714	13.819	16.925
			Múltiplo Under Armour		1,4		
Valuación EV/Ventas (en Millones de USD)							
Market Cap = EV - Deuda + Caja					9.614		
Deuda		917			10.619		
Caja		312			11.318		

Tabla: Valuación por Múltiplos – EV/Ventas

6.2.3. Múltiplo: P/E

El múltiplo P/E es el precio por acción sobre las ganancias por acción. Este múltiplo relaciona cuanto un inversor está dispuesto a pagar para obtener 1 USD de las ganancias generadas por la empresa. En general empresas con un alto P/E, son empresas con alta expectativa de crecimiento de ganancia a futuro. Empresas con un bajo P/E, son empresas con mayores riesgos.

Este ratio es conveniente usarlo para empresas que tienen grandes expectativas de crecimiento. A pesar de las expectativas de crecimiento de Under Armour, este no es un buen múltiplo para utilizar en este momento, porque este ratio está afectado directamente por el Net Income.

Al tener un Net Income Negativo, este ratio se verá afectado y no serviría para una valuación acertada de Under Armour. Para la valuación por múltiplos, se deshecha el múltiplo P/E y se utilizarán los múltiplos: EV/EBITDA y EV/VENTAS.

		P/E					
		40,03	42,03	44,03	46,03	48,03	
EPS	Escenario						
	Actual	0,22	8,8	9,2	9,7	10,1	10,6
	Pesimista	0,35	14,0	14,7	15,4	16,1	16,8
	Base	1,20	48,0	50,3	52,7	55,1	57,5
	Optimista	1,33	53,4	56,1	58,7	61,4	64,1
Múltiplo Under Armour			71,8				

Valuación P/E (en Millones de USD)						
Market Cap = Acciones * Precio de Acción		3.893	4.088	4.282	4.477	4.671
Acciones en Circulación	442.083					

Tabla: Análisis Múltiplo – P/E

6.2.4. Conclusión

La valuación de Under Armour dio como resultado USD 10.925 Millones con el método de Flujo de Fondos Descontados en el Escenario Optimista, y un promedio de USD 10.184 Millones con el método de valuación por múltiplos.

Por los resultados y declaraciones presentadas en los reportes de Q3-2018, se considera que el Escenario Base y el Escenario Optimista son los valores que más se asemejan con la valuación de Under Armour. La empresa tiene un plan solido que le permitirá recuperar el crecimiento en ventas, aumentar el margen bruto, y reducir los gastos operativos en el corto plazo.

El escenario Pesimista, no se considera para la valuación ya que presenta una situación similar a la del 2017, el cual presenta tasas y ratios atípicos para la empresa (analizando datos desde el 2005). El Escenario Base representa un escenario conservador del Optimista, debería ser analizado con más profundidad si se considera que el plan de re-estructuración no tendrá éxito.

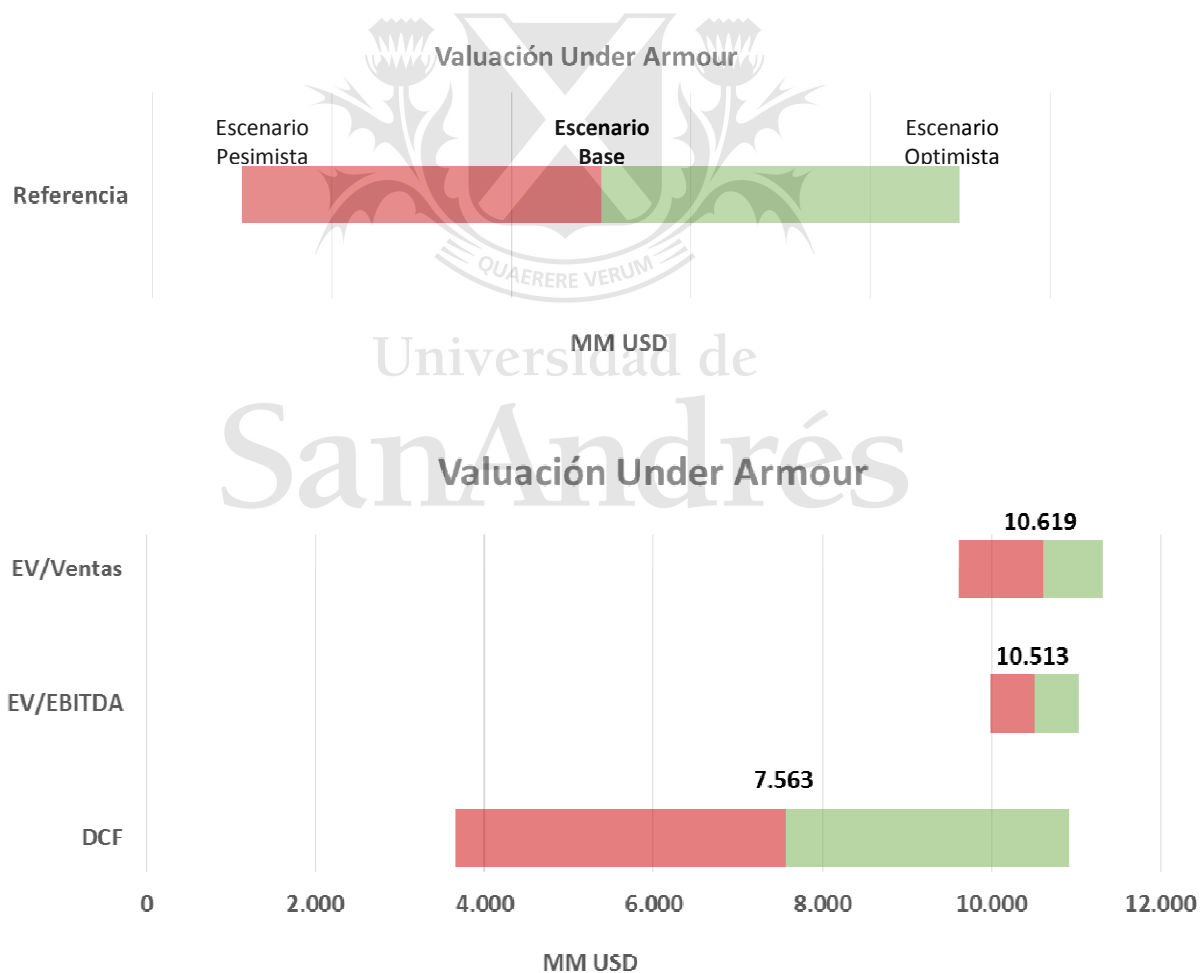


Gráfico: Resultado Valuación

7. Bibliografía

7.1. Bibliografía

Copeland, T., Weston, F. & Shastri, K. Financial Theory and Corporate Policy. (2003).

Damodaran, Aswath PhD. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, (2016)

Damodaran, Aswath PhD. Investment Valuation (2002)

McKinsey & Company. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 5th Edition Hardcover, (2015)

7.2. Papers, Informes, y Plataformas

Allied Market Search Market Research Report, Sports Apparel Market
<https://www.alliedmarketresearch.com/sports-apparel-market>

Bloomberg L.P. Datos descargados de Bloomberg. (Jun-2018) Bases de Dato Bloomberg

Business Insider, Under Armour's massive headquarters is a sports fan's dreamland — take a look inside. (Jun-2016) <https://www.businessinsider.com/inside-photos-of-under-armours-headquarters-in-baltimore-2016-6#for-example-the-company-recently-built-a-body-scanner-with-dozens-of-cameras-that-can-help-its-designers-make-custom-clothing-for-athletes-20>

Cobus Group Commercial Business, Plataforma de Información de Comercio Internacional. (Dic-2017) <https://www.cobusgroup.com/home>

Curbed, In Baltimore, Under Armour's owner invests in a \$5.5 billion bet on his city. (Abr-2017) <https://www.curbed.com/2017/4/11/15258408/baltimore-under-armour-port-covington-innovation-village>

Damodaran, Aswath PhD. Choosing the Right Relative Valuation Model.
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch35d.pdf>

Damodaran, Aswath PhD. Picking one Multiple.
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/relchoic.pdf>

Damodaran, Aswath PhD. Valuation. (Ago-2016). Lecture Note Packet 2.

EMarketer Retail, Under Armour <https://retail-index.emarketer.com/company/5374f24b4d4afd2bb4446590/under-armour/>

- EOnline, Top 5 de las ciudades más fashionistas de Latinoamérica (+ Fotos),
<https://www.eonline.com/ar/news/689786/top-5-de-las-ciudades-mas-fashionistas-de-latinoamerica-fotos>
- Grand View Research, Market Research Report, Athletic Footwear Market Size, Share, & Trends Analysis Report By Category (Running Shoes, Sports Shoes, Aerobic Shoes, Walking Shoes, Trekking Shoes), By Gender, By Retail Channel, And Segment Forecasts, 2018 – 2025
<https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/athletic-footwear-market>
- Indeed, Under Armour, Inc. Review. (Oct-2018) <https://www.indeed.com/cmp/Under-Armour,-Inc/reviews>
- IProfesional, COMEX, Celular, TV, notebook: por baja de impuestos y entrada de productos importados, la electrónica argentina se abarató hasta 25%. (Abr-2018)
<https://www.iprofesional.com/negocios/268714-industria-turismo-tarjeta-Por-la-devaluacion-caen-compras-de-argentinos-en-Falabella-Chile-y-suben-en-Argentina>
- IProfesional, Negocios, Por la devaluación, caen compras de argentinos en Falabella Chile y suben en Argentina (May-2018) <https://www.iprofesional.com/negocios/268714-industria-turismo-tarjeta-Por-la-devaluacion-caen-compras-de-argentinos-en-Falabella-Chile-y-suben-en-Argentina>
- Just Style, US Athletic footwear Sales Reach \$19.6bn in 2017. (Feb-2018) https://www.just-style.com/news/us-athletic-footwear-sales-reach-196bn-in-2017_id132847.aspx
- Mad Money - CNBC, Entrevista Kevin Plank. (Mar-2018)
<https://www.youtube.com/watch?v=plcA9PykG5A>
- Nelson Byrd Woltz Landscapes Architects, Plan Under Armour <http://www.nbwla.com/news/under-armour-campus-master-plan-and-design-revealed>
- SEC. Under Armour 2017 10K Form. (Dec-2017)
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1336917/000133691718000009/ua-20171231x10k.htm>
- Seeking Alpha, Why It Is Time To Buy Under Armour. (Sep-2016)
<https://seekingalpha.com/article/4004849-time-buy-armour>
- Statista, Number of employees of Under Armour worldwide from 2009 to 2017. (Dic-2017)
<https://www.statista.com/statistics/380794/number-of-under-armour-employees-worldwide/>
- Statista, Sports apparel market share in the United States as of 2017, by company. (Oct-2018)
<https://www.statista.com/statistics/896595/sports-apparel-market-share-by-company-us/>

Supply Chain Dive, Under Armour seeks to simplify operations after a tough 2017. (Feb-2018)

<https://www.supplychaindive.com/news/under-armour-stronger-faster-leaner-operations/517421/>

Tachnavio, Running Apparel and Footwear Market in the US 2015-2019. (Aug-2015)

https://www.technavio.com/report/running-apparel-and-footwear-market-in-the-us-2015-2019?utm_source=T2&utm_medium=BW&utm_campaign=Media

United States Census Bureau, Monthly Retail Trade Report (Mar-2017).

<https://www.census.gov/retail/mrts/www/benchmark/2017/html/annrev17.html>

US News & World Report, UA vs. UAA: What's the Difference Between Under Armour's 2 Stock Classes?. (Dic-2016)

<https://money.usnews.com/investing/articles/2016-12-20/ua-vs-uaa-whats-the-difference-between-under-armours-2-stock-classes>

World Bank, Global Economic Porspect. (Jun-2018)

<http://pubdocs.worldbank.org/en/331521526414101557/Global-Economic-Prospects-June-2018-Highlights-Chapter-1.pdf>

World Bank. World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files. GDP by Country (2018). <https://data.worldbank.org/>

Yahoo Finance. Datos descargados de Yahoo Finance. (Jun-2018) Bases de Dato Yahoo Finance.

<https://finance.yahoo.com/>

Zacks. Our Research. Your Success, Under Armour (UAA) Stock Up on Q3 Earnings Beat, Raised

View. (Oct-2018) <https://www.zacks.com/stock/news/333063/under-armour-uaa-stock-up-on-q3-earnings-beat-raised-view>

7.3. Under Armour

Under Armour, 2017 Annual Report. (Oct-2018) <http://investor.underarmour.com/static-files/242095c1-f708-4494-afe5-8b7d25415c4f>

Under Armour, Baltimore, PRNewswire -- Under Armour, Inc. (NYSE: UA, UAA). (Oct-2018)

<http://investor.underarmour.com/news-releases/news-release-details/under-armour-reports-third-quarter-results-updates-full-year>

Under Armour, Inc. (UA) Q3 2018 Earnings Call. (30-Oct-2018)

<http://investor.underarmour.com/static-files/11c74d7d-c14e-4b1b-8369-0f3b96e583ce>

Under Armour, Investors Relations. (Oct-2018) <http://investor.underarmour.com/investor-relations>

8. Glosario

CAGR (Compound Annual Growth of Rate): Tasa Anual Compuesta de crecimiento

CAPM (Capital Asset Pricing Model): Modelo de Valuación de Activos Financieros

Common stocks: Acciones Ordinarias

D/E (Debt over Equity): Deuda/Capital propio

DCF (Discounted Cash Flow): Flujo de Fondo Descontado

EBIT (Earnings before Interest and Taxes): Ingreso antes de Intereses e Impuestos

EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations): Ingresos antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones

E-commerce: Canal de Ventas Digitales

Enterprise Value: Es el valor de la empresa

EPS (Earnings per Share): Ganancias por acción

Equity: Patrimonio Neto

ERP (Equity risk Premium): Prima de Riesgo del Capital

IPO (Initial Public Offer): Oferta Pública Inicial

Market Cap: Capitalización de Mercado

Market Share: Cuota de Mercado

MM: Millones

Retail: Venta Minorista

ROA (Return over Assets): Rentabilidad sobre los activos

ROE (Return over Equity): Rentabilidad sobre el patrimonio neto

ROIC (Return over Invested Capital): Rentabilidad sobre el capital invertido

Shares Outstanding: Número de Acciones Flotantes de una Compañía

WACC: Costo del capital promedio ponderado

9. Anexos

9.1. Estado de Situación Patrimonial

	Hsitorico					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Activos						
Caja y Equivalentes	342	347	593	130	250	312
Cuentas por Cobrar	176	210	280	434	623	610
Inventario	319	469	537	783	917	1.159
Otros Activos Corriente	67	102	140	152	175	257
Propiedades y Equipamento	181	224	306	539	804	886
Previsiones de Impuestos	23	31	34	92	137	83
Activos Intangibles	4	24	26	76	64	47
Otros Activos No Corriente	46	170	180	661	674	653
Total Activos	1.157	1.578	2.095	2.866	3.644	4.006
Pasivos						
Cuentas a Pagar	144	165	210	200	410	561
Deuda Corriente	9	5	29	42	27	27
Creditos Pendientes		100				125
Gastos Devengados	85	134	148	193	209	297
Otros Pasivos Corriente	14	22	35	43	40	50
Deuda No Corriente	53	48	255	624	790	765
Otros Pasivos No Corriente	35	50	68	95	137	162
Total Pasivos	340	524	745	1.198	1.613	1.988
Equity	817	1.053	1.350	1.668	2.031	2.019

9.2. Anexo II: Flujo de Fondos

9.2.1. Escenario Optimista

	Historico						Proyeccion						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	PERP
Ventas	1.835	2.332	3.084	3.963	4.825	4.977	5.071	6.211	7.626	9.382	11.565	14.278	14.278
America del Norte	1.727	2.194	2.815	3.509	4.084	3.891	3.965	4.957	6.196	7.745	9.681	12.101	12.101
Europa, Oriente Medio y África			134	203	331	470	479	503	528	554	582	611	611
Asia-Pacífico	108	138	70	145	269	434	442	539	658	802	979	1.194	1.194
America Latina			64	106	142	181	185	212	244	281	323	372	372
Costo de Mercadería Vendida	956	1.195	1.572	2.058	2.585	2.733	2.784	3.286	3.881	4.776	5.887	7.267	7.267
Margen Bruto	48%	49%	49%	48%	46%	45%	45%	47%	49%	49%	49%	49%	49%
Gastos Operativos	628	821	1.086	1.396	1.678	2.042	2.028	2.298	2.669	3.284	4.048	4.997	4.997
EBITDA	252	316	426	509	562	202	259	627	1.075	1.323	1.631	2.013	2.013
Depreciaciones y Amortizaciones	43	51	72	101	145	174	177	186	229	281	347	428	428
EBIT	209	265	354	409	417	28	81	441	846	1.041	1.284	1.585	1.585
Impuestos	58	86	103	100	131	38	39	185	227	279	344	425	425
Interes	23	18	43	76	29	38	50	37	38	38	35	43	43
Net Income	129	162	208	233	257	-48	-8	219	581	725	905	1.117	1.117
CAPEX	-51	-88	-141	-301	-388	-283	-175	-186	-229	-281	-347	-428	-428
Depreciaciones y Amortizaciones	43	51	72	101	145	174	177	186	229	281	347	428	428
Efectivo de Otras Operaciones	9	48	43	50	86	170	-	-	-	-	-	-	-
Variación en Capital de Trabajo	19	-141	-104	-369	-124	-61	-78	-82	-257	-94	-379	123	-229
Free Cash Flow	149	32	79	-287	-23	-49	-83	137	324	631	526	1.240	19.793
Valor Presente UA	11.530												
Deuda	917												
Caja	312												
Valor Presente UA	10.925												

9.2.2. Escenario Pesimista

	Hsitorico						Proyeccion						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	PERP
Ventas	1.835	2.332	3.084	3.963	4.825	4.977	5.071	5.223	5.380	5.541	5.707	5.879	5.879
America del Norte	1.727	2.194	2.815	3.509	4.084	3.891	3.965	4.084	4.207	4.333	4.463	4.597	4.597
Europa, Oriente Medio y África			134	203	331	470	479	493	508	523	539	555	555
Asia-Pacífico	108	138	70	145	269	434	442	455	469	483	497	512	512
America Latina			64	106	142	181	185	190	196	202	208	214	214
Costo de Mercaderia Vendida	956	1.195	1.572	2.058	2.585	2.733	2.784	2.867	2.900	2.987	3.076	3.169	3.169
Margen Bruto	48%	49%	49%	48%	46%	45%	45%	45%	46%	46%	46%	46%	46%
Gastos Operativos	628	821	1.086	1.396	1.678	2.042	2.028	1.985	2.044	1.939	1.998	2.058	2.058
EBITDA	252	316	426	509	562	202	259	371	436	615	634	653	653
Depreciaciones y Amortizaciones	43	51	72	101	145	174	177	157	161	166	171	176	176
EBIT	209	265	354	409	417	28	81	214	274	449	462	476	476
Impuestos	58	86	103	100	131	38	39	156	160	165	170	175	175
Interes	23	18	43	76	29	38	50	31	27	22	17	18	18
Net Income	129	162	208	233	257	-48	-8	27	87	262	275	283	283
CAPEX	-51	-88	-141	-301	-388	-283	-175	-157	-108	-111	-114	-118	-118
Depreciaciones y Amortizaciones	43	51	72	101	145	174	177	157	161	166	171	176	176
Efectivo de Otras Operaciones	9	48	43	50	86	170	-	-	-	-	-	-	-
Variacion en Capital de Trabajo	19	-141	-104	-369	-124	-61	-78	99	-21	124	-30	223	54
Free Cash Flow	149	32	79	-287	-23	-49	-83	126	120	441	303	566	6.777
Valor Presente UA	4.272												
Deuda	917												
Caja	312												
Valor Presente UA	3.667												

9.3. Anexo III: Estimación de Beta

9.3.1. Regresión Lineal

Estimación Beta - Método: Regresión Lineal

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,3911
Coefficiente de determinación R ²	0,1530
R ² ajustado	0,1525
Error típico	0,0229
Observaciones	1692

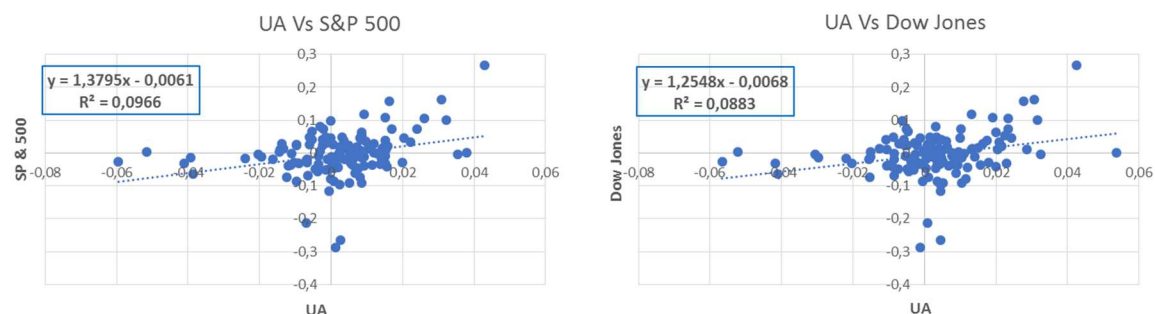
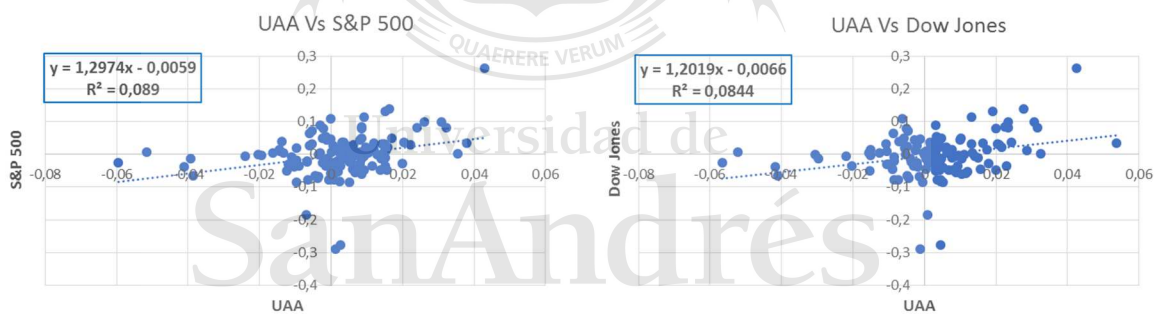
ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1,000	0,160	0,160	305,168	0,00
Residuos	1.690	0,887	0,001		
Total	1.691	1,047			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	0,0001	0,0006	0,2090	0,8345	-0,0010	0,0012
Variable X 1	1,2571	0,0720	17,4691	0,0000	1,1159	1,3982

Beta Estimado

9.3.2. Beta Alternativo



Beta Estimado

	S&P 500	Dow Jones
UAA	1,2974	1,2019
UA	1,3795	1,2548
Promedio	1,2834	