



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Magister en Finanzas

***Valuación del Capital Accionario
de FedEx Corp.***

Autor: Federico Javier Bernay

DNI: 34.037.247

Director del Trabajo Final de Graduación: Fabián Bello

Buenos Aires, Argentina – 02 de julio del 2021



Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas
Valuación del Capital Accionario
de FedEx Corp.

Autor: Federico Javier Bernay

DNI: 34.037.247

Director del Trabajo Final de Graduación: Fabián Bello

Buenos Aires, Argentina – 02 de julio del 2021

Índice

Resumen ejecutivo	3
Glosario	5
Descripción de FedEx Corp.....	6
Aspectos generales y dimensión del negocio	6
Ventas.....	8
Unidades de negocio de FedEx Corp.....	12
Directorio	16
Composición accionaria	16
Indicadores del negocio	18
COVID 19	19
Estrategia.....	21
Resultados económicos 2020.....	22
Posición competitiva de FedEx Corp. en su industria	30
Análisis de Porter	32
Ingresos	34
Participación de mercado	39
Gastos operativos.....	40
Márgenes operativos por unidad de negocio	43
Análisis financiero de FedEx Corp.	44
Estado de resultados.....	44
Resultado y margen operativo	46
Resultado y margen neto	47
Rentabilidad sobre el patrimonio (ROE)	48
Fórmula DuPont	49
Rentabilidad sobre activos (ROA).....	50
Liquidez, fuentes de financiamiento y ratios de productividad.....	51
Ratios de liquidez	52
Generación de caja.....	53
Ratios de cobertura	54
Capital de trabajo	55
Ciclo de conversión de caja	56

Competidores.....	57
Valuación de FedEx Corp. por Flujo de Fondos Descontados	58
Factores que afectan el crecimiento de ventas	60
Comercio y producción internacional	60
E-commerce	62
Macroeconomía mundial	63
Proyección de ventas futuras.....	64
Proyección del margen operativo	66
Proyección del gasto en capital (Capex).....	67
Capital de trabajo	67
Depreciaciones y amortizaciones.....	68
Valor a perpetuidad	69
Tasa de descuento (WACC)	70
Costo de capital propio	70
Resultado de la valuación.....	73
Análisis de sensibilidad.....	74
Valuación por Múltiplos Comparables.....	76
Bibliografía	81
Académico.....	81
Artículos	81
Reportes.....	82
Anexos.....	83
Anexo A: escenario base	83
Anexo B: escenario optimista.....	84
Anexo C: escenario pesimista	85

Resumen ejecutivo

El siguiente trabajo consiste en la valuación de la compañía FedEx Corp. mediante el descuento de su flujo de fondos proyectados, a la fecha 31 de mayo de 2020, fecha en la que la compañía cerró sus últimos estados financieros anuales. También se realizará la valuación de la empresa mediante el cálculo de múltiplos comparables, comparando los principales indicadores financieros de FedEx versus las compañías competidoras que son también públicas. Luego, se compararán los resultados obtenidos con el valor de mercado de la empresa, buscando poder justificar la razonabilidad del precio de mercado de la acción con el valor obtenido en la valuación.

Por fuera de los resultados obtenidos en ambas valuaciones, el siguiente trabajo también contendrá información sobre la industria en la que opera FedEx, cuáles son sus principales competidores, que impacto tiene la tecnología en su negocio, y cuáles son las principales tendencias de esta industria en el mundo.

Mediante la valuación por descuento de flujos proyectados uno puede tener mejor información para saber qué acción tomar con las acciones de la compañía, ya sea para comprar, para vender o para mantener la posición actual. Este tipo de valuación le permite al inversor poder proyectar la expectativa de rendimiento de la empresa, habilitando la posibilidad de poder estimar el valor de la acción de esta.

En el caso de valuación por múltiplos comparables lo primero que se debe identificar son las empresas comparables para poder equipararlas con FedEx. Una vez hecho esto, se busca toda la información relativa a la empresa como puede ser niveles de ventas, EBITDA, resultados y ratios que luego se comparan con los propios valores y ratios de FedEx, con el fin de saber que acción se encuentra más valorizada. Al final lo que este tipo de valuación nos permitirá tener es una segunda opción al momento de valuar a la empresa, con el fin de poder comparar ambos resultados a través de los dos métodos.

En la valuación por flujo de fondos descontados se plantearán tres diversos escenarios posibles: optimista, pesimista y base. De acuerdo con dichas condiciones se proyectarán los flujos de fondos para los próximos cinco años, tomando información de sus últimos cinco ejercicios. De esta manera se podrán proyectar variables como ventas, Capex, variación en capital de trabajo, márgenes operativos, entre otros.

Los resultados obtenidos mediante el método de flujo de fondos descontados muestran que según las proyecciones realizadas el valor de la acción de FedEx Corp. en el escenario base es de US\$ 131,3 cuando el verdadero valor de la acción al 31/05/2020 era de US\$ 128,94. Al sensibilizar las proyecciones vemos que en el escenario optimista su valor sube a US\$ 194,03 la acción, y en el escenario pesimista cae a US\$ 72,15 la acción.

Por el lado de los múltiplos comparables, la compañía que más se asemeja a los múltiplos de FedEx Corp. es DHL, con un EV/EBITDA de 6,98 mientras que el de FedEx Corp. es de 7,08. El valor de la acción vía análisis de sensibilidad brinda valores que varían entre los US\$ 260 y los US\$ 310 la acción, cuando el valor de la acción al 31/05/2019 era de US\$ 154,28. Se tomaron los valores del 2019 para evitar realizar este tipo de valuación utilizando los datos contables de un año que contiene un evento tan particular como la pandemia.

Para poder entender cómo funciona esta compañía lo primero que se debe tener en cuenta es saber cómo se encuentra conformada, cuáles son sus principales unidades de negocio y a que se dedican cada una de ellas. Dicho esto, se pasa a detallar brevemente la historia de FedEx Corp. comenzando por sus primeros pasos en la década de los setenta en EE. UU. cuando aún la conocían como Federal Express.



Glosario

- DFCF: Por sus siglas en inglés “Discounted Free Cash Flow”. Refiere al modelo de valuación por flujo de fondos descontados.
- EBIT: Por sus siglas en inglés “Earnings Before Interest and Taxes”, es decir, ganancias previas al pago de intereses e impuestos.
- EBITDA: Por sus siglas en inglés “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization”, lo que significa ganancia operativa antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.
- CAGR: Por sus siglas en inglés “Compounding Annual Growth Rate” que quiere decir tasa de crecimiento promedio anual.
- CEP: Por sus siglas en inglés “Courier, Express, and Parcel” refiere a la industria en la que trabaja FedEx Corp.
- CARES Act: Por sus siglas en inglés “Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act”, refiere a uno de los estímulos económicos impulsados por el gobierno estadounidense para cubrir los gastos generados por la pandemia.
- B2B: Por sus siglas en inglés “Business To Business”, lo que quiere decir Negocio a Negocio (cuando se habla de la relación comercial entre dos personas jurídicas).
- SMB: Por sus siglas en inglés “Small Medium Business”, lo que quiere decir Pequeñas y Medianas Empresas (PyMES).
- Hub: Del inglés, significa centro de distribución.
- Insider: Del inglés, refiere a director u oficial senior de la compañía, en posesión de acciones
- Last Mile Delivery: Del inglés, refiere al servicio de última Milla, como el último tramo del viaje en un envío de paquete.
- CAPM: Por sus siglas en inglés “Capital Asset Pricing Model”, es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar una inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo.
- EV: Del inglés “Equity Value” lo que quiere decir, valor de la compañía.
- WACC: Del inglés “Weighted Average Cost of Capital”, lo que quiere decir Costo Promedio Ponderado del Capital.
- LTL: Del inglés “Less Than Truckload” indica el tipo de actividad de FedEx Freight.

- US\$: Del inglés United States Dollar, indica el tipo de moneda estadounidense, la cual será utilizada para representar los valores que figuraran a continuación.



Descripción de FedEx Corp.

Aspectos generales y dimensión del negocio

FedEx Corp. es un grupo de unidades de negocio que se dedican al envío de paquetes ya sea por tierra, mar o aire, operando en más de 220 países. Provee a clientes, tanto personas físicas como empresas, a través del mundo con un amplio porfolio de servicios de transportes, e-commerce y servicios para negocios. Todas las unidades de negocio que conforman la corporación trabajan de manera independiente pero colectiva bajo la misma marca. Cuentan con más de 1.950 estaciones, 13 Hubs en aeropuertos, más de 600 mil empleados, 650 aviones, entre otros.

La historia de FedEx comienza en 1973 cuando se crea Federal Express. En su primera noche operativa logran repartir 186 paquetes a 25 ciudades distintas de EE. UU., con tan solo una dotación total de 389 empleados y 14 Dassault Falcon Jets. Deciden instalar su casa central en Memphis, Tennessee, debido a la ubicación central de la ciudad en el país. Otro factor importante era el clima de Memphis, el cual rara vez generaba cierres en el aeropuerto local. También era importante saber que las autoridades del aeropuerto estaban dispuestas a realizar cualquier modificación necesaria en sus inmediaciones para mantener la actividad operativa de la compañía en marcha.

A pesar de que la empresa no mostró resultados positivos hasta 1975, pronto se convirtió en el principal transportista del mercado de productos de alta prioridad y en el creador de estándares para la industria que estableció. Ya para mediados de los setentas, mediante varios pedidos solicitando modificar las regulaciones de transporte aéreo de carga, permitieron que Federal Express utilice aviones más grandes como el Boeing 727 logrando un crecimiento en ventas anuales más rápido.

Durante la primera mitad de los ochentas, la empresa comenzó a madurar con un crecimiento anual del 40% aproximadamente. En 1983 llegó a los mil millones de US\$ en ventas por primera vez, haciendo historia entre las empresas norteamericanas como la primera en llegar a esa marca con menos de diez años de antigüedad, sin adquirir ninguna otra compañía previamente. En 1985 comienzan a operar regularmente en el continente europeo, destino que sería luego de gran importancia para el crecimiento de la compañía. En 1989 establecen operaciones directas en Dubái y los Emiratos árabes, además de que deciden comprar la compañía Flying Tiger. Esta empresa era la primera aerolínea de vuelos regulares de carga en los EE. UU. Con esta incorporación Federal Express pasó a ser la empresa de transporte aéreo más grande del mundo. La adquisición de Flying Tiger le incorporó a la empresa nuevas rutas aéreas a 21 países, una flota de aviones Boeing 747 y 727, centros operativos por el resto del mundo y la experiencia de la empresa adquirida. En 1995 adquirieron la empresa Evergreen International, habilitando el acceso a China, el país con mayor población mundial.

El primer cambio de identidad de la empresa fue en 1994 cuando Federal Express pasó a llamarse FedEx, tomando ese nombre por parte de sus clientes que llamaban a la empresa de esta manera.

Su segundo cambio vino en el 2000 cuando la compañía pasó a llamarse FedEx Express para poder diferenciarse del resto de las unidades de negocio que conforman a FedEx Corp.

FedEx Express siguió creciendo durante la primera década del siglo XXI. En 2008 comenzó a introducir aviones eficientes en combustible, mostrando su compromiso con el medio ambiente y el cambio climático. En el 2013 incorporó los Boeing 767-300F, los cuales son un 30% más eficientes en el consumo de combustible y tienen un 20% menos de costos operativos que las naves reemplazadas.

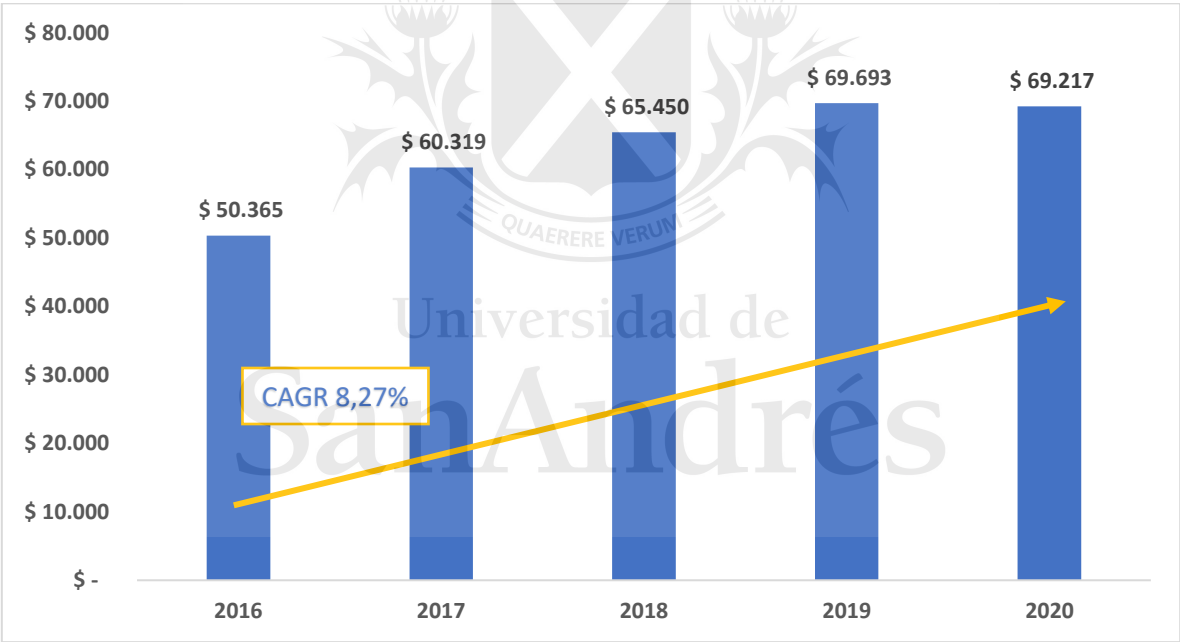
En 2016 FedEx adquirió TNT Express, la adquisición más grande de su historia. Al hacer esto, adquiere más de 50 mil empleados nuevos, y más de 30 mil vehículos. Además, incrementa notablemente su nivel operacional en Europa, como así también su presencia en el Medio Oriente, África, Asia y América.

Como fue detallado previamente, FedEx Corp. funciona como un conjunto de unidades de negocio que trabajan bajo la misma marca, de manera independiente, pero a su vez colectiva. Su CEO y presidente de accionistas es el señor Frederick W. Smith, quien a comienzos de la década de los setenta escribió un artículo mientras estudiaba en la universidad sobre como funcionaría su

empresa de transporte y envío de paquetes, marcando los primeros pasos para su fundación. En el año 2000 se crea Fedex Corporation con el fin de funcionar como la empresa “holding” de la compañía, y así poder proveer dirección estratégica al resto de las unidades de negocio que la componen. En su conjunto FedEx Corp. engloba más de 600 mil empleados, un promedio diario de 18 mil paquetes enviados, más de 200 mil vehículos motorizados, más de 680 aviones en 650 aeropuertos distintos alrededor del mundo, envío de paquetes vía container por aire y mar los 255 días operativos del año, logrando conectar al 99% del PBI mundial. Su nivel de facturación según los últimos resultados es de US\$ 69,2 mil millones. Dicho esto, se pasa a detallar el nivel de ventas que tuvo FedEx Corp. en los últimos cinco años según sus informes anuales.

Ventas

Gráfico 1 – Ventas FedEx Corp. (US\$ Mill.)



Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

El gran salto que tuvo en sus niveles de ingresos del 2016 al 2017 se debe principalmente a la adquisición de TNT Express. La adquisición de dicha empresa le permitió a FedEx Corp. incrementar sus ventas dado que pasó rápidamente a tener mayor accesos a negocios en Europa, Asia y África. En los años siguientes sus niveles de venta siguieron creciendo, aunque a una velocidad menor. Los principales factores que indican un crecimiento o decrecimiento del nivel de ventas son la cantidad de paquetes enviados por día, y el nivel de ingreso promedio que genera cada paquete enviado. Al

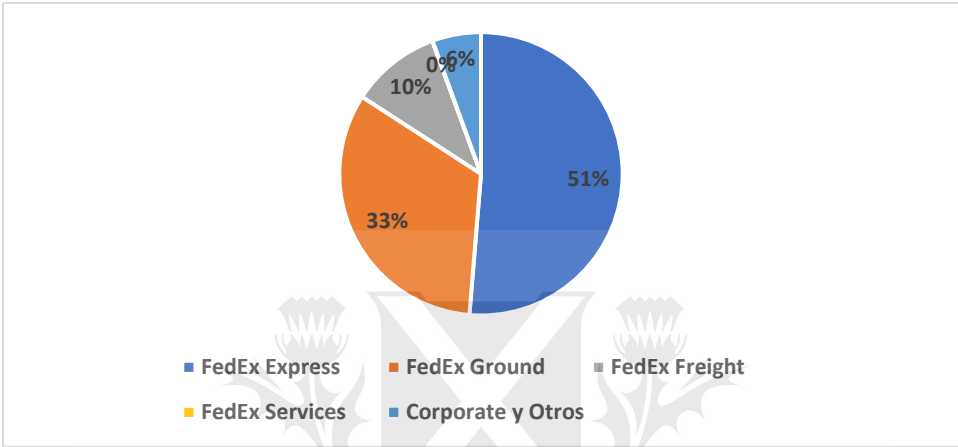
analizar estas dos variables desde el 2017 al 2020 vemos que tanto la cantidad de envíos realizados por día, como el nivel de ingreso por paquete enviado, vienen incrementando año tras año. Para poder analizar la evolución histórica de sus ventas, se decidió retirar de dicho análisis el año 2016 dado que es el año en el que incorporan a TNT Express, distorsionando su normal comportamiento evolutivo. Al analizar las ventas del 2011 al 2015 vemos que su CAGR es de 4,82%, mientras que el CAGR del 2017 al 2020 es de 4,69%. Las ventas del 2010 al 2015 varían de año a año, pero siempre con relación a la cantidad de paquetes enviados en promedio por día, y al nivel de ingreso promedio por paquete según cada unidad de negocio. Lo que se puede ver en estos años es que a pesar de que FedEx Express Domestic tuvo una caída en cantidad de paquetes enviados, se compensa con un incremento de ingresos promedio por paquete, como así también un incremento en paquetes enviados en el resto de las unidades de negocios (con un acompañamiento acorde en sus ingresos promedio por paquete).

Analizando lo sucedido en su último reporte anual finalizado en mayo del 2020 se ve como la compañía sufre su primer retroceso de ventas en años, lo cual se le adjudica principalmente al efecto que la pandemia tuvo desde diciembre 2019 en sus negocios dado que se encuentran relacionados con la economía asiática, la cual fue la primera en verse afectada por el COVID-19 y realizó políticas restrictivas meses antes que el resto de los países en el mundo. Nuevamente, al mirar la evolución de la cantidad de paquetes enviados en promedio por día tanto para FedEx Express US Domestic como para FedEx Express International se nota claramente una caída respecto al 2019. En el caso de que FedEx Ground hay un crecimiento, aunque veremos luego que su margen operativo no será lo suficientemente alto como para contrarrestar lo perdido por las otras unidades de negocio. Al mirar los ingresos promedio diario por paquete generados según cada unidad de negocio vemos que las tres presentan una caída respecto al período anterior, acompañando el resultado en ventas obtenido. La única unidad de negocio que tuvo un incremento en el nivel de ingresos diario promedio por cargamento fue FedEx Freight.

El CAGR (Compound Annual Growth Rate), o Tasa de Crecimiento Anual Compuesto, de las ventas entre el 2016 y el 2020 fue de 8,27%. Esto indica que el nivel evolutivo de ventas que tuvo la compañía a lo largo de los últimos cinco años fue positivo destacando lo anteriormente dicho sobre la adquisición de la compañía TNT Express y su fuerte crecimiento de ventas del 2016 al 2017. Al analizar su CAGR del 2017 al 2020 vemos que arroja un valor del 4,69%, y al analizar el período 2011 al 2015 arroja un valor del 4,82%. Esto lo que nos quiere decir es que, sin tener en cuenta la

adquisición de TNT Express, el CAGR normal de la compañía ronda el 4,5 al 4,8%. Si vemos la contribución por ventas de cada una de las unidades de negocios que conforman a FedEx Corp. para el año 2020, se puede apreciar como FedEx Express es la de principal facturación, seguido por FedEx Ground, y en tercer instancia FedEx Freight.

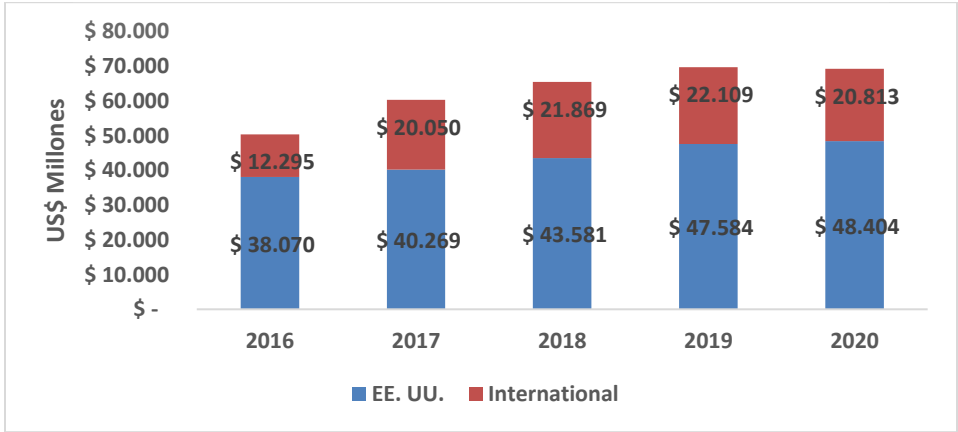
Gráfico 2 – Ventas por unidad de negocio



Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2020

Si pasamos a analizar la evolución de las ventas consolidadas de la compañía FedEx Corp. por su región, veremos que las mismas se dan principalmente en EE. UU. y el resto en lo que se denomina internacional (incluye al resto de los países donde operan menos EE. UU. y Canadá).

Gráfico 3 – Ventas por región



Fuente: Reporte anual FedEx Corp 2016 - 2020

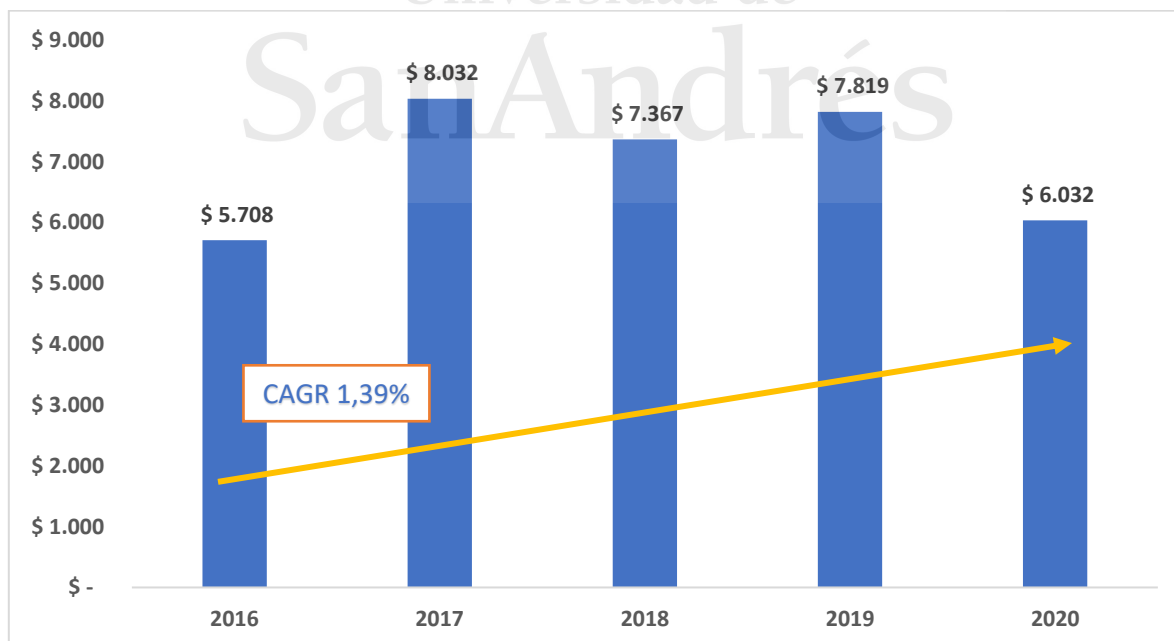
El gráfico muestra claramente como a partir de la incorporación de TNT Express en el 2017 la compañía no solo logra un incremento en ventas, sino que además las mismas vienen relacionadas principalmente con un incremento de ventas en el mercado internacional.

A nivel porcentual, en el 2016 las ventas se distribuían 76% ventas en EE. UU. y 24% en ventas internacionales. Ya a partir del 2017 dicho porcentaje cambia a un 67% ventas EE. UU. y 33% ventas internacionales. Es decir que en un año las ventas internacionales incrementan un 9% del total de las ventas de la compañía.

Este tipo de estrategias es la que normalmente las empresas del sector suelen realizar para poder adquirir mayores ventas o mayor participación de mercado. Evalúan empresas competidoras en regiones donde no tienen gran presencia y adquieren dicha compañía. Claro está que esto no implica solamente adquirir las ventas y los activos del negocio, sino también adaptar la compañía anterior a las condiciones y forma de trabajar que FedEx tiene. Esto implica toda una serie de costos y lleva un tiempo prolongado poder lograr una unificación total.

Ya entrando en la evolución del EBITDA, podremos ver en el siguiente gráfico como es que la misma se fue desarrollando en sus últimos cinco años.

Gráfico 4 – Evolución EBITDA (US\$ Mill.)



Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 -2020

Donde nuevamente se puede ver un claro crecimiento del año 2016 al año 2017, impulsado principalmente por la adquisición de TNT Express como así también el incremento en volumen de delivery operado a nivel mundial. El crecimiento del EBITDA en el 2019 no solo se le atribuye a la mejora de ventas en dicho año tanto en EE. UU. como internacionalmente, sino también a su política de mejora de costos.

En el año 2020 el EBITDA cae respecto al 2019, lo cual hace que el CAGR termine siendo del 1,39%. Esto viene relacionado a lo ya comentado sobre el efecto que la pandemia tuvo en toda su generación de ventas, pero en este caso en particular también, como dicha pandemia hizo que la compañía tuviera que mantener los costos que tenía, e incurrir en nuevos costos como productos de seguridad, de salud para los empleados que tuvieran que viajar para realizar viajes esenciales como el transporte de vacunas, entre otro tipo de gastos operativos.

Particularmente lo que se puede apreciar del último ejercicio es como, ante la caída de ventas de su principal unidad de negocio que es FedEx Express, el incremento de ventas generado por FedEx Ground no fue lo suficientemente grande como para cubrir los márgenes operativos de la compañía. Esto demuestra el nivel de importante que FedEx Express tiene en la empresa, y como una caída en el volumen de paquetes diarios enviados de dicha unidad de negocio puede hacer que los márgenes de toda la compañía se vean afectados. También deja en descubierto que los márgenes operativos que genera la unidad de negocio FedEx Ground no son lo suficientemente grandes como para contrarrestar una mala performance de FedEx Express. Al analizar el último año de FedEx Ground, se puede apreciar como a pesar de haber aumentado la cantidad de paquetes enviados en promedio por día, el nivel de ingreso por paquete disminuyó respecto al año anterior, haciendo que el nivel de ventas generado no haya sido lo suficientemente elevado.

Con el objetivo de entender con mayor precisión cada una de las unidades de negocio que conforman FedEx Corp. se pasa a detallar cada una de las mismas en los siguientes párrafos.

Unidades de negocio de FedEx Corp.

Las unidades de negocio que conforman a FedEx Corp. son las siguientes:



Federal Express Corporation ("FedEx Express"), incluyendo TNT Express B.V. ("TNT Express"), es la unidad de negocio más importante de la compañía. Es líder en transporte de bienes, ofreciendo entrega de productos bajo un estricto cumplimiento de horarios a más de 220 países y territorios, conectando mercados que generan más del 99% del producto bruto interno del mundo. De todas las unidades de negocios FedEx Express es la más antigua del grupo, y fue la que creó hace más de cuarenta y cinco años la distribución express de productos a nivel nacional. En el año 2016 adquirió la empresa TNT Express, líder internacional de delivery express. Esto le permitió mejorar su operatoria fuera de Norteamérica. Posee más de 275 mil empleados, ventas por US\$ 35,5 mil millones anuales, 680 aviones y 89 mil vehículos terrestres a nivel mundial. Su presidente es Donald F. Colleran, y su casa central se encuentra en Memphis. El objetivo principal con la adquisición de TNT Express fue poder penetrar el mercado europeo, asiático y de medio oriente, logrando así expandir la marca fuertemente fuera de los EE. UU.

Actualmente siguen en pleno proceso de integración entre ambas empresas, y ya se encuentran avanzados en dicha unificación. Sus principales costos son la compra de combustible y el pago de sueldos, los cuales están siendo constantemente medidos para poder mejorar los rendimientos de la empresa. Su principal competidor en EE. UU. es la empresa UPS (United Parcel Service Inc.), mientras que a nivel internacional sus principales competidores son DHL, UPS, DPD, entre otros. También compiten contra nuevas compañías como por ejemplo Amazon.com, la cual está desarrollando todo un sistema propio de delivery, contratando personal independiente para generar el servicio de logística necesario.



FedEx Ground Package System, Inc. ("FedEx Ground") es la empresa norteamericana líder en transporte de pequeños envíos vía terrestre. Esta unidad de negocio provee bajos costos, servicio en el día a cualquier negocio de EE. UU. y Canadá, como así también delivery residencial al 100% de

los ciudadanos estadounidenses, a través de su servicio FedEx Home Delivery. Dentro de FedEx Ground se encuentra el servicio FedEx SmartPost el cual se especializa en la consolidación y delivery de pequeños envíos a diversas partes de la región, utilizando el servicio de correo estadounidense para alcanzar zonas rurales alejadas de los centros urbanos. Sus precios dependen principalmente del costo del combustible, por eso están constantemente analizando los gastos realizados y como pueden hacer para mejorar los mismos. Su presidente es Henry J. Maier y su casa central se encuentra en Pittsburgh. A nivel operativo tienen más de 619 establecimientos, incluyendo 39 centros de distribución en EE. UU. y Canadá. Poseen más de 85 mil vehículos, y utilizan tecnología de última generación para poder tener un seguimiento de la recepción del paquete, y el próximo envío a destino. Tiene más de 225 mil empleados, y envían aproximadamente 10 mil paquetes por día. Su nivel de ventas del último ejercicio fue de US\$ 22,7 mil millones.



FedEx Freight Corporation (“FedEx Freight”) es la empresa líder de norte américa proveedora de servicios tipo “less-than-truckload” (“LTL”) o servicio de transporte vía container terrestre. Esta unidad de negocio tiene el servicio de delivery con prioridad (“FedEX Freight Priority”), el cual se utiliza principalmente cuando es necesario que el cargamento llegue lo antes posible. También ofrece la posibilidad de mejorar los costos de transporte contra un mayor tiempo de entrega a sus clientes (“FedEx Freight Economy”). Este servicio no solo incluye norte américa, sino también Puerto Rico y las Islas Vírgenes. Su presidente es John A. Smith y su casa central se encuentra en Memphis. Poseen más de 25 mil vehículos, con 373 centros de distribución, y más de 43 mil empleados. Su principal competidor es YRC Worldwide, XPO Logistics, UPS Freight, Old Dominion Freight, entre otros. Su nivel de ventas del último ejercicio fue de US\$ 7,1 mil millones.



FedEx Corporate Services, Inc. (“FedEx Services”) fue creada en junio del 2000 para proveer ventas, marketing, información tecnológica, comunicaciones, servicio al cliente, servicio técnico,

facturación y ciertas operaciones necesarias para soportar los diversos segmentos de transporte que maneja el grupo. En el 2013 lanzan FedEx Delivery Manager, una opción innovadora que le brinda a los clientes estadounidenses un amplio abanico para coordinar fechas de entrega, locaciones y tiempos de delivery. Sus copresidentes son Robert B. Carter y Rajesh Subramaniam. Poseen más de 15 mil empleados, y manejan todo lo relacionado al servicio de e-commerce, manejo de datos, soluciones de diseño, soporte al cliente, marketing y tecnología de la información.



The FedEx Office and Print Services Inc. provee servicios y acceso a la impresión y envío de productos a oficinas de diverso tamaño. Dichos servicios incluyen copia y digitalización, acabado profesional, letreros, alquiler de computadoras y soluciones de impresión corporativa. Su presidente es Brian Phillips y su casa central se encuentra en Dallas, Texas. Actualmente poseen más de 13 mil empleados.



The FedEx Logistics Inc. provee un paquete completo de soluciones para la cadena de provisiones, transportes especiales, servicios tecnológicos internacionales de e-commerce, corretaje de aduanas, manejo de herramientas e información para la gestión comercial. Su presidente es el Dr. Udo Lange, y su casa central se encuentra en Memphis, Tennessee. Actualmente sus servicios provistos aplican a todo el mundo, y poseen más de 15 mil empleados.

Se debe tener en cuenta que la marca FedEx tiene un valor muy importante para todas las unidades de negocio. Bajo dicha marca se logra obtener confianza en los clientes e incremento de ventas. En el 2019 la marca fue reconocida por la revista Fortune como una de las diez empresas más admiradas. También fue reconocida por Forbes como una de las empresas con mejor reputación, y

como una de las marcas más valiosas del mundo. Estos reconocimientos, entre otros, hacen que FedEx Corp. tenga un valor muy importante, y les permita a sus diversas unidades de negocio trabajar de manera independiente.

A continuación, se realizará un detalle de cómo se encuentra compuesto el directorio de FedEx Corp, y quienes son los titulares de cada unidad de negocio.

Directorio

El directorio de FedEx Corp. está compuesto de la siguiente manera:

- Frederick W. Smith – Chairman and Chief Executive Officer - 75 años
- Mark R. Allen – Executive Vice President - General Counsel and Secretary – 64 años
- Jill C. Brannon – Executive Vice President – Chief Sales Officer – 57 años
- Brie A. Carere – Executive Vice President – Chief Marketing and Communications Officer – 42 años
- Robert B. Carter – Executive Vice President – FedEx Information Services and Chief Information Officer – 61 años
- Donald F. Colleran – President and Chief Executive Officer, FedEx Express – 64 años
- Alan B. Graf Jr. – Executive Vice President and Chief Financial Officer – 66 años
- Michael C. Lenz – Executive Vice President and Chief Financial Officer – Elect – 56 años
- Henry J. Maier – President and Chief Executive Officer, FedEx Ground – 66 años
- John A. Smith – President and Chief Executive Officer, FedEx Freight Corporation – 58 años
- Rajesh Subramaniam – President and Chief Operating Officer – 54 años

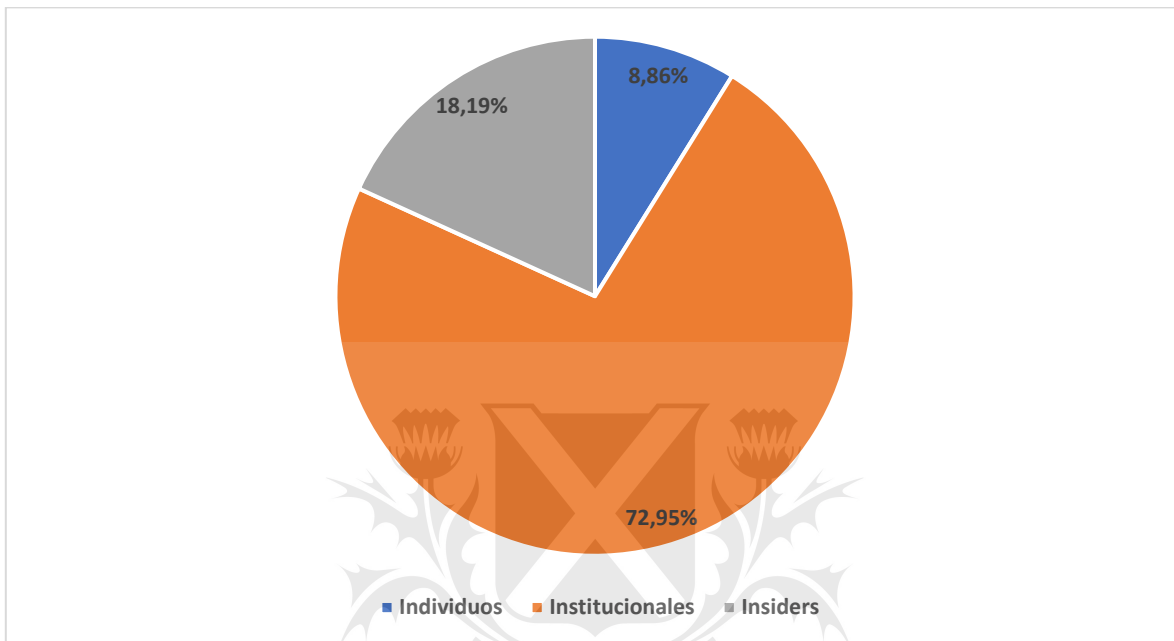
Habiendo presentado al directorio, y a las unidades de negocio que componen a FedEx Corp. es momento de detallar como se encuentra conformada su composición accionaria.

Composición accionaria

Con respecto a la cotización de las acciones de FedEx Corp., las mismas cotizan en la bolsa de Nueva York (New York Stock Exchange) bajo la sigla “FDX”. A fines de mayo 2020 había un total de 261,95 millones de acciones emitidas, con un total de 11.643 accionistas.

Del total de acciones emitidas actualmente, un 8,86% corresponde a individuos, otro 72,95% corresponde a institucionales (incluyendo fondos mutuos), y el otro 18,19% en posesión de insiders.

Gráfico 5 – Acciones según clase de inversor



Fuente: Reporte Anual de FedEx Corp. 2020

Entre los principales institucionales se encuentran The Vanguard Group Inc. con el 6,43% del total de las acciones, Prime Cap. Management Co. con el 5,25%, Dodge & Cox con el 5,10% y BlackRock Fund Advisors con el 4,55%.

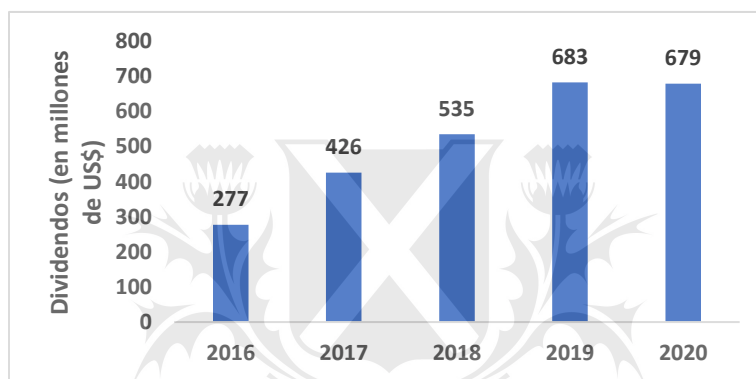
Con respecto al pago de dividendos la compañía espera poder seguir pagando dividendos al final de cada trimestre, aunque dicha política debe ser aprobada previamente por la junta de directores. La evaluación del monto de dividendos distribuidos se realiza de manera anual.

No se realizaron recompras de acciones comunes de FedEx Corp. durante el último cuarto del ejercicio anual 2020. En enero del 2016 la compañía anunció que entrarían en un programa de recompra de acciones aprobado por el directorio, a través del cual se los autoriza a la recompra de acciones tanto en el mercado primario como realizando cualquier acuerdo privado entre partes, hasta un total de 25 millones de acciones comunes. A julio 2020, aún quedan 5,1 millones de acciones disponibles para recomprar bajo ese mismo programa, siendo este el único programa vigente.

El 15 de junio del 2020 la junta directiva decidió realizar pagos de cierres de trimestre por 0,65 US\$ la acción común. Si se analizan sus números anuales, se puede apreciar como en el 2016 se pagaron US\$ 277 millones, en 2017 se pagaron US\$ 426 millones, en 2018 se pagaron US\$ 535 millones, en 2019 se pagaron US\$ 683 millones y en el 2020 se pagaron US\$ 679 millones en concepto de dividendos.

A continuación, se puede apreciar el siguiente gráfico el cual muestra la evolución del pago de dividendos de la compañía en los últimos años.

Gráfico 6 – Distribución de dividendos



Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 – 2020

Otro punto interesante para tener en cuenta es saber cuáles son los principales indicadores del negocio que maneja FedEx Corp. como así también saber cuáles son sus principales estrategias. Dicho esto, a continuación, se podrá identificar dicha información.

Indicadores del negocio

Al analizar a una compañía como FedEx Corp. vemos que este tipo de industria tiene ciertos indicadores particulares que demuestran su comportamiento histórico. Algunos de los principales indicadores que podrán demostrar los resultados de su último año fiscal serán:

- La cantidad total de productos demandados mundialmente (depende de cuestiones macroeconómicas mundiales).

- El volumen de servicios transportados realizados a través de sus unidades de negocios, medidos principalmente por la cantidad promedio de envíos diarios, el tamaño y valor de los cargamentos.
- La variación de servicios que el cliente adquiere de cualquiera de las unidades de negocios de la compañía.
- Los precios obtenidos por los servicios brindados, principalmente medidos por su rentabilidad (beneficio por paquete o libra, o beneficio por embarcación o quintal para las embarcaciones de carga).
- La habilidad para manejar sus costos estructurales (gastos de capital y gastos operativos) para igualar los cambios en los volúmenes de venta.
- La variación de precios del combustible, y la habilidad que puedan aplicar para recuperarse de los incrementos de precio de sus proveedores.

A continuación, se detallarán las medidas tomadas por la compañía para ajustar su negocio a las condiciones generadas por la pandemia en el año 2020.

COVID 19

Inicialmente afectó sus operaciones en China, y luego se esparció al resto del mundo. Sus medidas se enfocaron en preservar la salud de sus empleados, como así también poder mantener el envío de productos activo globalmente.

Se comenzaron a visualizar los efectos de la pandemia en sus negocios a partir de enero del 2020, cuando el tráfico mundial de bienes comenzó a cerrar sus puertas (principalmente en China). Esto hizo que, junto a las fricciones comerciales que se venían generando entre dicho país y EE. UU., la cantidad de envíos diarios de paquete cayeran, afectando las ventas de la compañía.

A pesar de esto, Fedex Ground se vio beneficiado debido a que aumentó la cantidad de paquetes enviados en promedio por día dentro de los EE. UU., dado que sus ciudadanos no podían salir de sus casas por decisión de su gobierno. En este último año FedEx Corp. siempre fue considerado como una empresa que brinda un servicio esencial a la población mundial, al poder transportar proveedurías relacionadas a la salud a través del mundo, y por ende nunca dejó de operar ni tuvo que cerrar sus negocios.

Sin embargo, la empresa aplicó medidas de seguridad como por ejemplo evitar tener que firmar documentación al momento de entregar un producto, hacer trabajar desde sus casas a sus empleados a menos que fuera necesaria su presencia física en el lugar de trabajo, enviar a distintas partes del mundo asistencia médica para combatir la pandemia, entre otras medidas sumamente importantes.

Durante el año 2020, la compañía tuvo un incremento de US\$ 125 millones en gastos operativos relacionados al equipamiento para la protección del personal y elementos médicos, además de incremento en seguridad y limpieza, con el fin de proteger a sus empleados y clientes mientras seguían dando un servicio esencial. Además, incrementaron las incorporaciones de personal en FedEx Ground para poder estar a la altura del incremento de demanda local en residentes, y el incremento en vuelos intercontinentales con el fin de alinear la demanda con la capacidad operativa de FedEx Express.

Algunas otras de las acciones que la compañía tomó para poder mejorar la liquidez y su posición financiera ante los efectos de la pandemia fueron:

- Reducir gastos de capital en aproximadamente US\$ mil millones, incluyendo la reducción de gastos en vehículos, retrasando expansiones de centros operativos y posponiendo temporalmente ciertas iniciativas tecnológicas.
- Implementar recargos temporales sobre todos los envíos de tamaño grande para los residenciales en EE. UU. tanto en FedEx Express como FedEx Ground, y en paquetes internacionales para FedEx Express.
- Suspender temporalmente las garantías en efectivo en todos sus servicios.
- Se suspendieron todos los fondos de pensión.
- Revisaron los términos del acuerdo de crédito por US\$ 2 mil millones a cinco años, y el acuerdo de crédito por US\$ 1,5 mil millones a un año con el fin de mejorar su flexibilidad financiera. Además, emitieron US\$ 3 mil millones en deuda senior bajo su propia registración en abril 2020.
- Difieron pagos en los seguros sociales para sus empleados hasta el 31/12/2020 (previsto bajo la ley CARES Act). Se espera que esto les brinde US\$ 625 millones adicionales para su liquidez.

- Tuvieron reducciones de impuestos de aviación gracias al CARES Act, el cual se espera genere beneficios para el próximo año por un total de US\$ 110 a 160 millones, dependiendo de qué tan rápido se recupere la economía y vuelva a niveles de envío pre-pandemia.
- Disminuyeron sus egresos de efectivo esperados por impuestos a los ingresos, gracias al CARES Act.

Habiendo detallado cuales fueron las decisiones tomadas por la compañía en un año tan particular como lo fue el 2020, se pasa a detallar cuales son las estrategias de largo plazo que FedEx Corp. tiene proyectadas para su futuro.

Estrategia

El modelo de negocio de FedEx Corp. busca que sus unidades de negocio compitan colectivamente, operen de manera independiente y se manejen colaborativamente. Esto les permite formar un porfolio de transporte, e-commerce y servicios empresariales para sus clientes. Sus unidades de negocio compiten colectivamente al ser todas parte de una misma marca y tener una misma voz; operan de manera independiente al focalizarse cada una en sus principales objetivos para cubrir distintas necesidades de sus clientes; y se manejan de manera colaborativa al trabajar en conjunto con el fin de sostener relaciones leales con sus fuerzas de trabajo, sus clientes y los inversores.

Esta estrategia le permite a la empresa pensar como un porfolio, haciendo que cada decisión de inversión sea la que mejor impacte al conjunto de las unidades de negocio, y no a una en particular. Esto también les permite tener flexibilidad al momento de manejar el tamaño de cada unidad de negocio, en base a las condiciones macroeconómicas del mercado y las necesidades de sus clientes.

Al tener cada unidad de negocio de manera independiente, la compañía puede realizar modificaciones o ajustes que estén enfocados particularmente en las necesidades que cada tipo de cliente tiene para cada unidad de negocio en particular.

En base a estas condiciones la compañía indica que sus principales objetivos a largo plazo son:

- E-commerce: Es el sector de mayor crecimiento en su negocio en el último año al aumentar el uso de internet para comprar bienes y servicios. Se está invirtiendo en nuevas tecnologías,

optimizando el servicio de delivery y utilizando soluciones innovadoras con el fin de lograr un delivery para sus clientes más flexible, conveniente y costo-eficiente.

- Envío B2B (Business to Business o Empresa a Empresa): Este negocio es uno de los más importantes a nivel ventas de la compañía, especialmente en lo que representa a FedEx Express. Debido a los motivos ya expuestos, este negocio tuvo un freno en el 2020 y se espera por su recuperación en los próximos años. Al ir recuperándose la economía ante los efectos de la pandemia, se continuará ayudando a sus clientes empresas a obtener mayor visibilidad en la cadena de envío de proveedurías, e información en tiempo real sobre sus pedidos.
- Excelencia operacional: A través de tecnología de última generación, se busca poder mejorar el nivel de eficiencia de un modo costo-eficiente. Mejorar el servicio de Last Mile Delivery y la experiencia del cliente es algo crucial para el negocio, y están convencidos de que el desarrollo de tecnologías de soporte y calidad le brindarán lo necesario.
- Rentabilidad internacional: La modernización de su flota aérea, la integración de TNT Express y la estructura organizacional de FedEx Express permitirán incrementar la rentabilidad internacional en los más de 220 países donde opera. A pesar de las trabas en el libre comercio, la compañía se encuentra convencida de que la globalización traerá un incremento de volumen internacional a largo plazo.
- Calidad de ingresos: Están trabajando en mejorar la rentabilidad en pequeños y medianos negocios, mientras manejan estratégicamente sus negocios con grandes empresas, con el fin de que el nivel de rentabilidad sea acorde al servicio provisto.

Ahora que ya se presentaron las estrategias a largo plazo de la compañía y se detalló como se encuentra compuesta, se pasará a describir los resultados económicos de su último ejercicio.

Resultados económicos 2020

Una débil economía global, incluido el impacto de la pandemia COVID-19, generó un resultado no tan positivo como los años anteriores para el 2020.

Los resultados de dicho año se vieron afectados por la eliminación de negocios con clientes más grandes, mayor devengamiento de la seguridad del personal, incremento de costos para expandir servicios, el continuo cambio mixto a servicios más bajos y un ambiente de precios más competitivo.

Estos factores fueron parcialmente compensados por el incremento de delivery local en FedEx Ground y el incremento de rendimiento de FedEx Freight. También haber tenido incentivos variables más bajos beneficiaron sus resultados por aproximadamente US\$ 320 millones en el 2020. Reconocieron US\$ 369 millones de Goodwill asociados a FedEx Office y Print Services Inc. (FedEx Office) y FedEx Logistics Inc. Sus resultados también incluyen US\$ 66 millones en cargos por deterioro de activos asociados con la decisión de retirar permanentemente ciertas aeronaves de FedEx Express.

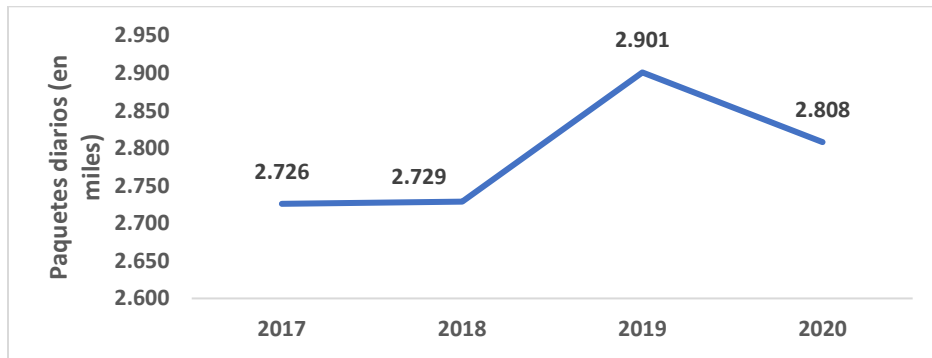
El consolidado de ingresos incluye una pérdida de US\$ 794 millones asociados con su plan de retiro. Este consolidado también incorpora un beneficio impositivo de US\$ 133 millones por la reducción de impuestos de ciertas localidades extranjeras y un beneficio impositivo de US\$ 71 millones relacionados a la asistencia del Coronavirus (CARES Act). También posee un gasto impositivo de US\$ 51 millones debido a un cambio en los balances de impuestos diferidos relacionados con futuros créditos impositivos extranjeros provenientes de su estructura internacional.

Otro punto importante para tener en cuenta fueron los gastos de la incorporación de TNT Express por un total de US\$ 270 millones en el 2020, habiendo caído US\$ 119 millones en comparación con el 2019. Estos gastos de incorporación son principalmente gastos legales, salarios, viajes y gastos de marketing.

Para poder demostrar la evolución que tuvieron la cantidad de paquetes enviados por día según cada unidad de negocio, como así también el nivel de ingreso por paquete promedio diario, se pasa a continuación a mostrar diversos gráficos que indican como estos indicadores tan importantes para el negocio evolucionaron del 2017 al 2020.

Los siguientes gráficos muestran la evolución de envíos diarios (en miles al 31 de mayo de cada año), para las unidades de negocio FedEx Express US Domestic, FedEx Express International, FedEx Ground, FedEx Freight Priority y FedEx Freight Economy:

Gráfico 7 – FedEx Express US Domestic paquetes enviados en promedio por día

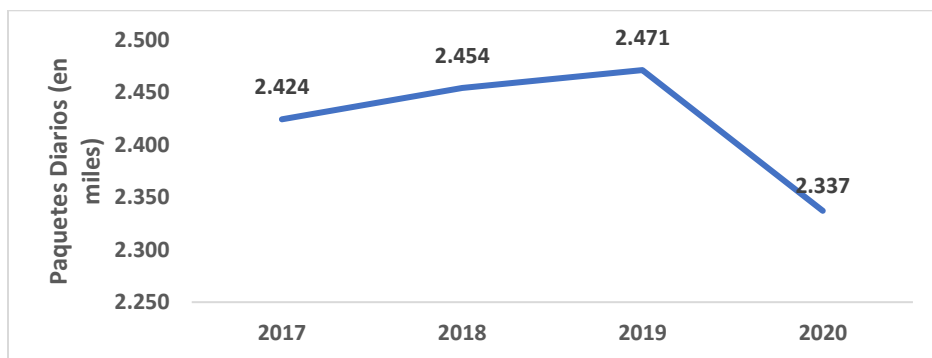


Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

En dicho gráfico claramente se puede apreciar como en el 2020 hubo una fuerte caída del volumen de paquetes diarios enviados en EE. UU. lo cual debería afectar de manera directa el total vendido de la compañía. Para hacer un análisis completo se debería ver no solo la evolución de cantidad de paquetes enviados por día, sino también el nivel de ingreso promedio diario que cada paquete genera. Esta información se podrá analizar en los cuadros que figuren a continuación.

Volviendo a la caída de cantidad de paquetes enviados en promedio por parte de FedEx Express US Domestic, esa caída fue absorbida principalmente por FedEx Ground, la cual opera principalmente en EE. UU. a diferencia de FedEx Express que tiene parte de su operatoria principal de manera internacional. En el próximo gráfico se podrá apreciar la evolución del promedio diario de paquetes enviados por FedEx Express Internacional del 2017 al 2020.

Gráfico 8 – FedEx Express International paquetes enviados en promedio por día



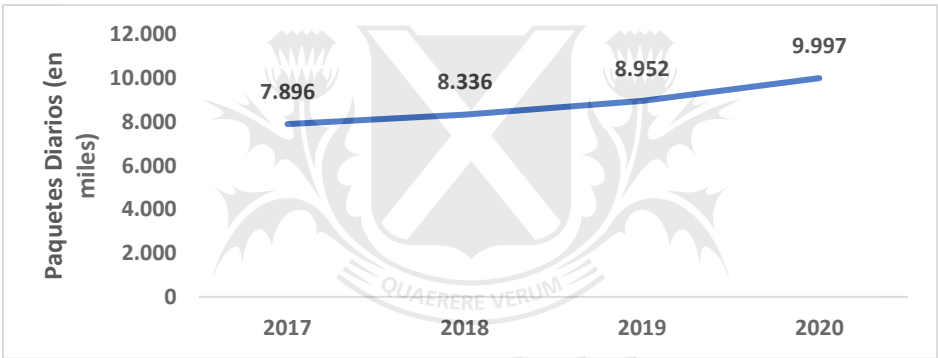
Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

Al igual que en el gráfico anterior, en este caso se puede apreciar como en el 2020 a FedEx Express le disminuyeron no solamente los envíos de paquetes promedio en EE. UU. sino también en la región internacional.

Los principales factores que la compañía declara culpables de esta reducción son los conflictos comerciales entre EE. UU. y China durante el 2019, como el efecto del cierre de producción y de envío de paquetes a partir de comienzos del 2020 por el COVID-19.

En el siguiente gráfico se podrá apreciar como en el caso de FedEx Ground, el efecto de la pandemia generó un incremento de cantidad de paquetes enviados por día en promedio.

Gráfico 9 – FedEx Ground Paquetes enviados en promedio por día

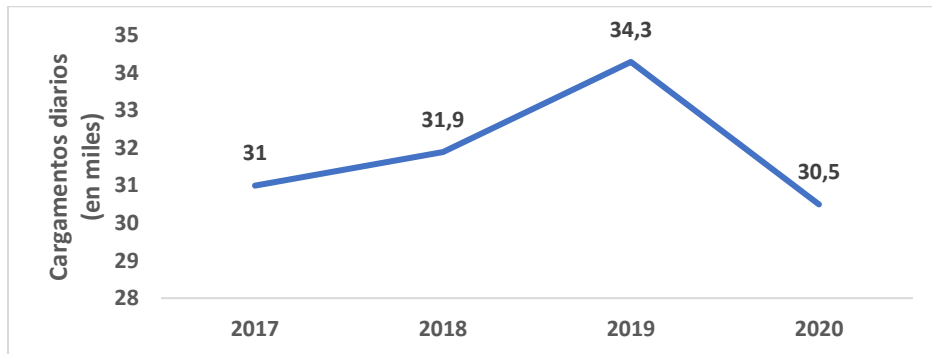


Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

La situación de FedEx Ground en el 2020 fue distinta a la del resto de las unidades de negocio, dado que FedEx Ground terminó captando la gran mayoría del incremento de pedidos en EE. UU. a partir de comienzos del 2020 por los efectos de la pandemia, y el hecho de que la población tuviera que comprar por internet (e-commerce) y no pudiera retirarlo en el local. Esto obligatoriamente hizo que las ventas de FedEx Ground se vieran incrementadas, lo cual se puede apreciar en el gráfico claramente al ver la variación que tuvo de paquetes enviados en promedio por día entre el 2019 y el 2020.

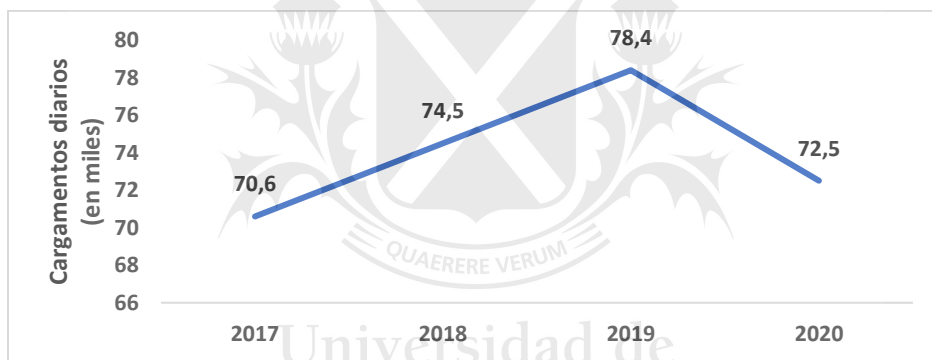
Por último, se muestra la evolución de cargamentos enviados en promedio por día en las unidades de negocio FedEx Freight Economy y FedEx Freight Priority.

Gráfico 10 – FedEx Freight Economy cargamentos enviados en promedio por día



Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

Gráfico 11 – FedEx Freight Priority cargamentos enviados en promedio por día



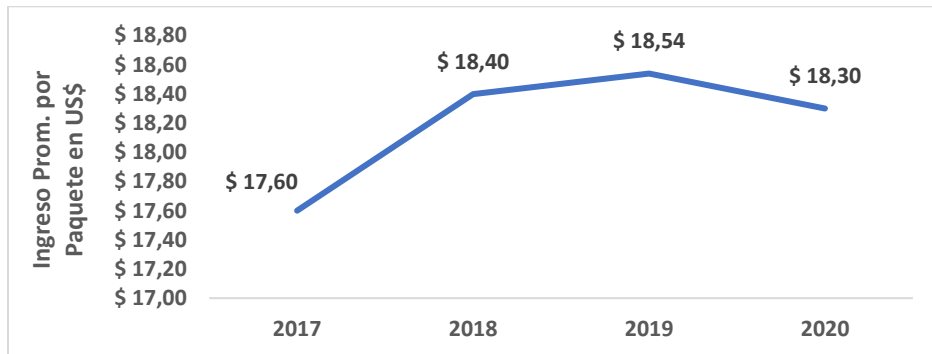
Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

Al igual que en la unidad de negocio FedEx Express, en el caso de FedEx Freight (tanto economy como priority) en el año 2020 hay una caída de cantidad de cargamentos enviados en promedio por día. Esto demuestra como la única unidad de negocio en el 2020 que fue capaz de mantener una tendencia positiva en la cantidad de paquetes enviados por día fue FedEx Ground.

Como fue expresado anteriormente, el otro indicador que modifica el nivel de ingresos de toda la compañía es el total de ingreso por paquete diario en promedio que genera cada unidad de negocio.

Es por ello por lo que en los siguientes gráficos se podrá ver el nivel de ingreso por paquete en promedio por día según cada unidad de negocio a lo largo de los últimos años:

Gráfico 12 – FedEx Express US Domestic ingreso promedio diario por paquete



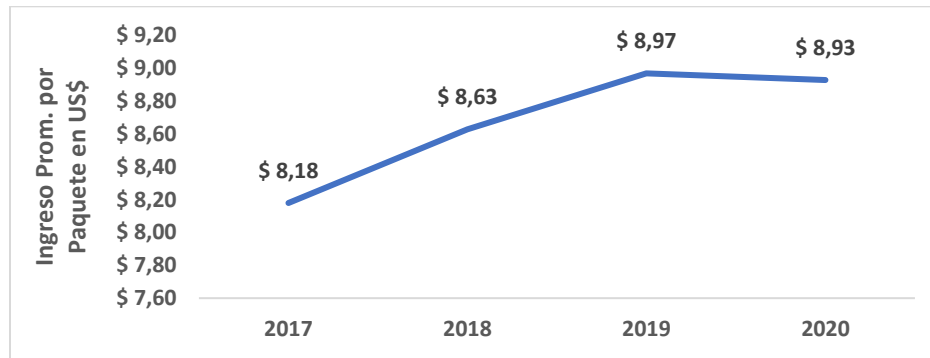
Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

Lo que se puede apreciar del gráfico anterior es como, debido a la caída de negocios que la compañía tuvo entre el 2019 y 2020 por los motivos ya expresados anteriormente, una de las tácticas aplicadas por FedEx Express para poder minimizar la caída de volumen vendido fue reducir el nivel de ingreso por paquete.

En momentos en los que se achica la demanda, las compañías competidoras decidieron reducir los precios de sus servicios con el fin de absorber la principalidad del mercado. Esto hizo que FedEx Express tuviera que ajustar sus precios también, descartando rentabilidad en pos de mantener su posición de mercado dentro de EE. UU. La combinación de una caída de paquetes enviados por día, y la reducción del nivel de ingreso por paquete promedio diario, hizo que FedEx Express tuviera una caída en sus ventas del -4,87% respecto al 2019. Siendo FedEx Express la unidad de negocio con mayor nivel de ingresos, este resultado afecta directamente el total de ventas de la compañía.

A continuación veremos la evolución del nivel de ingreso promedio diario por paquete en FedEx Ground. La intención de este análisis es ver como funcionan los dos principales indicadores de ventas en esta unidad de negocio, la cual como se explicó anteriormente, tuvo un incremento de cantidad de paquetes enviados en promedio por día debido a los efectos de la pandemia y el mayor consumo de e-commerce en EE. UU.

Gráfico 13 – FedEx Ground ingreso promedio diario por paquete



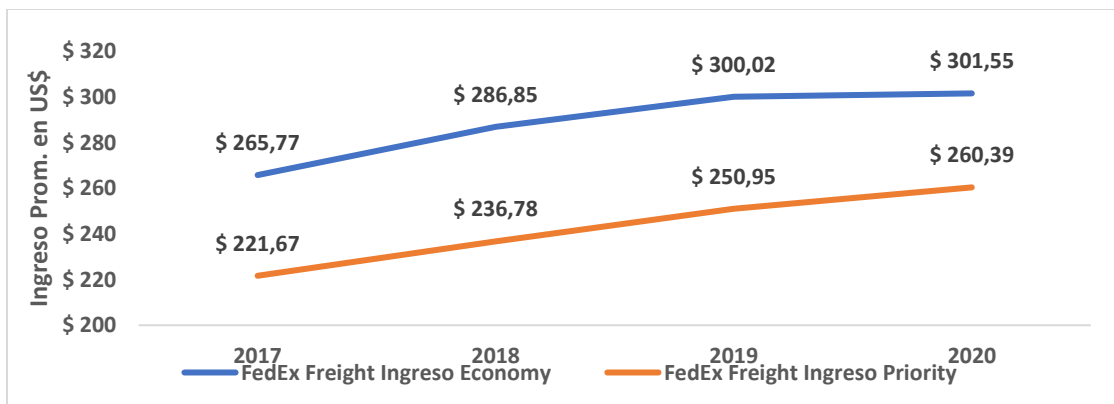
Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

Al igual que en FedEx Express, en el caso de FedEx Ground también se aplicó la estrategia de reducir el nivel de rentabilidad por paquete enviado promedio por día.

A pesar de haber tenido una suba en la cantidad de paquetes enviados por día, la compañía en general tomó la decisión de reducir los precios de sus servicios, con el fin de no perder participación de mercado frente a los competidores. Esto le permitió a FedEx Corp. poder mantener su participación de mercado, en un año difícil visto y considerando la caída de paquetes enviados por día, las restricciones por la pandemia, la guerra comercial entre dos países cruciales para este negocio como son EE. UU. y China, entre otros.

A continuación, se puede apreciar la evolución del nivel de ingreso por cargamento en la unidad de negocio FedEx Freight (tanto para el segmento Economy como para el segmento Priority).

Gráfico 14 – FedEx Freight ingreso promedio diario por cargamento

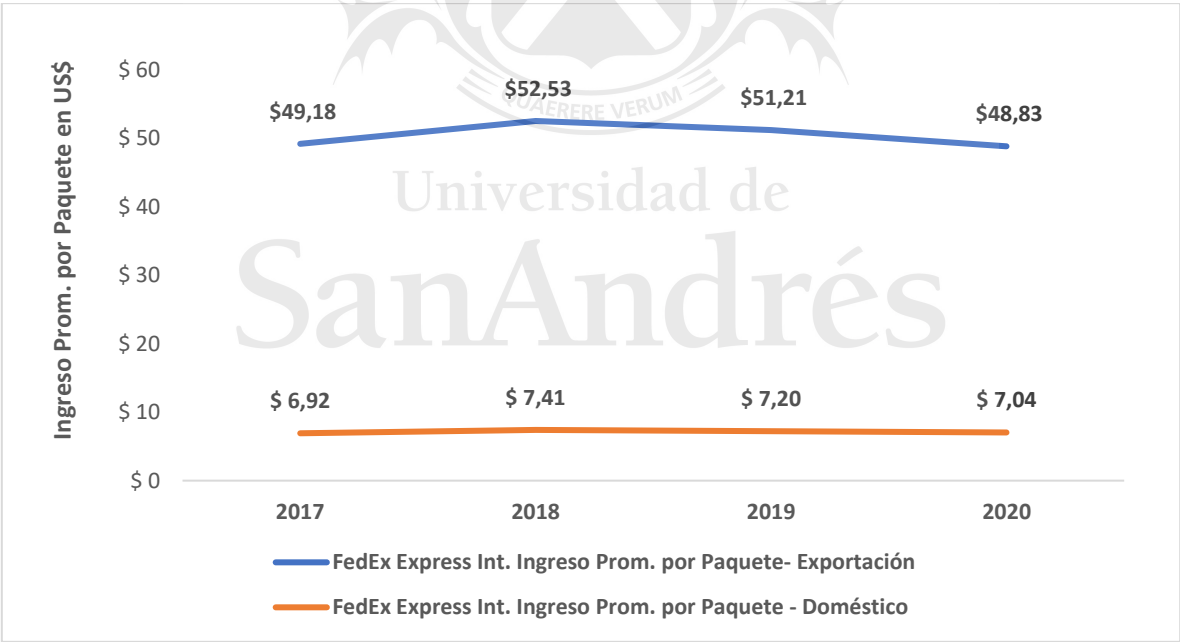


Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

En este gráfico se puede apreciar cómo, a pesar de que dicha unidad de negocio tuvo una caída en la cantidad de cargamentos enviados en promedio por día respecto a sus años anteriores, cuando se analiza el nivel de ingreso por cargamento promedio diario, se puede verificar que dicho nivel no disminuyó respecto a su pasado. Esto último también tuvo su incidencia en el margen operativo de la compañía, aunque se debe tener en cuenta que FedEx Freight no es la principal unidad de negocio generadora de ingresos en toda la compañía.

Por último, se pasa a mostrar la evolución del ingreso por paquete promedio diario de FedEx Express International. Una aclaración importante para tener en cuenta en el siguiente gráfico es que los ingresos de FedEx Express International se definen de dos maneras. Por un lado, se encuentran los ingresos generados por ventas de exportación (es decir, paquetes enviados en el internacional de un país a otro), y por otro lado se encuentran las ventas domésticas (es decir, paquetes enviados en el internacional dentro de un mismo país).

Gráfico 15 – FedEx Express International ingresos promedio diario por paquete



Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

En este último gráfico se puede apreciar como la caída de precios de sus servicios no se dio únicamente en los brindados en EE. UU. sino de manera global al resto del mundo.

Tanto en FedEx Express internacional doméstico como FedEx Express Internacional exportación el precio por servicio realizado se vio disminuido respecto de su año anterior. Los motivos de esto son exactamente los mismos que en los casos anteriores. Los efectos de la pandemia, las fricciones comerciales, y los precios de la competencia hicieron que toda la compañía redujera su nivel de ingresos por paquete promedio diario durante el 2020.

El resultado final muestra como la caída de ventas de la compañía respecto a su año anterior se ve disminuida gracias al incremento de paquetes enviados por día en la unidad de negocio de FedEx Ground, y al incremento de ingresos por contenedor en FedEx Freight. A pesar de ello, veremos más adelante al analizar sus márgenes operativos, que los generados por dichas unidades de negocio no fueron lo suficientemente grandes como para mantener los resultados operativos que la compañía venía generando en años anteriores.

Habiendo analizado los principales indicadores y estrategias de la compañía, queda ver como se comportó frente a sus principales competidores en el 2020. A continuación, se podrá indagar con mayor profundidad sobre este asunto.

Posición competitiva de FedEx Corp. en su industria

Para analizar rápidamente cual es la posición de la compañía frente a sus competidores, lo primero que se decidió realizar fue ver en qué posición se encuentra FedEx Corp. en el ranking 500 de Fortune, y también saber que otras compañías del mismo sector se encuentran allí. En base a ello, podremos ver y comparar sus resultados.

El ranking 500 de Fortune permite ver rápidamente en qué posición se encuentra la compañía bajo análisis en comparación con el resto de las empresas (tanto de esta industria como otras). Se compara en base a su nivel de ventas, el cambio porcentual anual de ventas, el nivel de ganancias, el cambio porcentual anual de ganancias, activos, valor de mercado, cambio posicional en el ranking y cantidad de empleados. Este listado se realiza de manera anual, y lista a las 500 empresas más grandes de los EE. UU.

FedEx Corp. ocupa el puesto número 47, y es la segunda más grande de la industria. En el primer lugar se encuentra UPS con el ranking número 43, no muy lejos de donde se encuentra FedEx Corp.

actualmente. Son las únicas dos empresas del rubro que figuran en el listado, por lo que se pasará a ver la comparación entre ambos para saber en detalle que similitudes y diferencias tienen.

Tabla 1 – Ranking Fortune 500

Compañía	Ranking 2019	Ranking 2018	Ventas 2019 (US\$ Mill.)	Ingresos Netos 2019 (US\$ Mill.)	Activos 2019 (US\$ Mill.)	Empleados 2019 (US\$ Mill.)
UPS	43	41	\$ 74.094	\$ 4.440	\$ 57.857	377.640
FedEx	47	47	\$ 69.693	\$ 540	\$ 54.403	389.500

Fuente: fortune.com/fortune500/2020/search/

Lo primero que se destaca es que sean las únicas dos empresas en el mercado estadounidense en formar parte de la lista. Esto claramente marca el poder de mercado que ambas tienen.

Con respecto al ranking que ocupan las dos empresas, las mismas tienen un nivel similar. Sus niveles de ventas no difieren demasiado, aunque UPS tiene un nivel mayor. Lo más llamativo sería la diferencia en los ingresos netos generados en el último año, donde claramente UPS generó una ganancia mayor a la de FedEx Corp. Esto último se encuentra fuertemente relacionado al plan de retiro voluntario que FedEx Corp. les brindó a sus empleados en el 2019, teniendo una pérdida operativa de US\$ 3,2 mil millones en dicho año.

Un dato importante para tener en cuenta es que Amazon pasó recientemente a ser un competidor nuevo, y que dicha compañía también forma parte de esta lista (ocupa el ranking número 2 por debajo de Walmart). Simplemente no figura en la tabla debido a que no se la considera como una empresa de la industria del delivery de paquetes, sino más bien relacionada al e-commerce y a las empresas de tecnología.

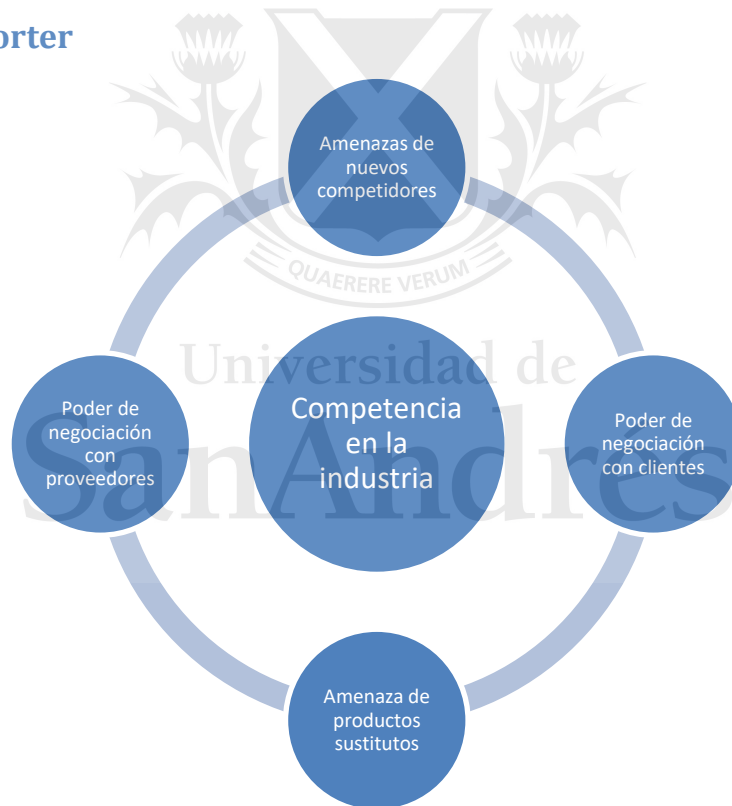
Otra de las compañías que debería figurar en dicho listado por su tamaño y participación de mercado es DHL. Dicha compañía no figura en el listado dado que es de origen alemán, y el listado solamente toma en cuenta a las empresas norteamericanas.

Con el fin de poder comparar los objetivos que ambas empresas se plantearon en sus respectivos reportes anuales, se realizó una comparación para ver si los mismos diferían de gran manera o podían ser relativamente parecidos.

Alguna de las estrategias que la compañía UPS plantea en sus reportes son buscar mejoras en los tiempos de envío de paquetes (mejorar la experiencia del cliente), mejorar sus niveles de eficiencia tratando de automatizar su servicio lo máximo posible invirtiendo en tecnología y centros de distribución de última generación. Continuar con el crecimiento de su negocio, haciendo foco en las pequeñas y medianas empresas (Small and Medium-sized Businesses – SMBs), el e-commerce, el mercado internacional y el negocio del envío de productos relacionados a la salud y la ciencia.

Siguiendo con el análisis de la competencia, se pasa a desarrollar lo que se conoce como Análisis de Porter, el cual permite identificar como se encuentra la compañía al momento de ver si posición frente a sus clientes, proveedores, nuevos competidores y productos sustitos.

Análisis de Porter



El análisis de las cinco fuerzas de Porter es un modelo estratégico elaborado por el ingeniero y profesor Michael Eugene Porter. Este modelo permite establecer un marco para analizar el nivel de competencia dentro de una industria. Las cinco fuerzas en cuestión son las siguientes:

Poder de negociación de los clientes o compradores:

En el caso de FedEx Corp. el poder de negociación de sus clientes o compradores es bajo. Esto es así debido a que la totalidad de clientes que tiene la compañía alrededor del mundo se encuentra totalmente atomizada, sin que haya un cliente que supere ni el 3% del total del poder de compra de todos los clientes en su conjunto. Este fue uno de los factores que le permitió a la compañía poder realizar diversos tipos de modificaciones en sus políticas y estrategias, ante los bruscos cambios que tuvieron que enfrentar al iniciarse las restricciones de movilidad por la pandemia.

Poder de negociación de los proveedores o vendedores:

En este punto, la compañía mantiene un poder de negociación neutral. Esto se debe a que sus principales proveedores son las empresas productoras y distribuidoras de combustible (tanto para vehículos terrestres como para aeronaves). Estos proveedores son grandes compañías internacionales, que en su conjunto pueden manejar el precio del commodity. En caso de que las mismas decidieran realizar algún tipo de ajuste (algo que ya sucedió en la historia), FedEx Corp. no tendría grandes alternativas para evitar un incremento en sus costos.

Otro de los proveedores más importantes para FedEx Corp. son los fabricantes y vendedores de aviones, vehículos y equipamientos de carga y descarga de mercadería. En este caso, la compañía tiene un mayor nivel de negociación, dada la gran cantidad de proveedores que existen en el mundo y las diversas alternativas de precios y condiciones de negociación existentes.

Amenaza de nuevos competidores entrantes:

Para el caso de nuevos competidores, la compañía posee un nivel de amenaza medio. A pesar de que empresas como Amazon están comenzando a realizar su propia logística, y esto puede llegar a ser una gran amenaza para la compañía, aún falta mucho para que llegue a los mismos niveles de calidad, experiencia, y tamaño para competirle de igual a igual. Por fuera de grandes empresas del e-commerce que quieran reemplazar a los proveedores de envío de productos como FedEx Corp., no pareciera que hubiera otras compañías que amenazaran al negocio. Las barreras de entrada son muy elevadas al tener que hacer grandes inversiones en vehículos, centros de distribución, empleados, etc. Los competidores actuales de la compañía son empresas que tienen estructuras similares, y llevan ya varias décadas en el mismo negocio.

Amenaza de productos sustitutos:

Con respecto a este tipo de amenaza, no pareciera que la compañía tuviera en el corto ni mediano plazo algún tipo de nuevo servicio que reemplazara el actual. Si se debe tener en cuenta que, en este tipo de mercado como en cualquier otro, siempre se está buscando mejorar los márgenes de rentabilidad e innovar la experiencia del cliente, a través de nuevos avances tecnológicos. Este tipo de innovaciones tecnológicas podrían generar en el futuro algún tipo de modificación en el servicio actual que pase a ser una amenaza para el negocio como se lo conoce hoy en día.

Rivalidad entre los competidores:

En este punto la compañía se encuentra en un nivel alto de competencia. Empresas como DHL, UPS, Kuehne + Nagel, XP Logistics, Purolator, CEVA Logistics, GLS, DPD Group, YRC Worldwide y DB Schenker son algunas de las tantas que existen en el mundo. Todas compiten por el negocio del transporte de paquetes y el Last Mile Delivery. En su mayoría son empresas ya consolidadas, con gran capacidad productiva, y con experiencia en el área. Esto, sumado a nuevos competidores del tamaño de Amazon, hacen que la rivalidad sea alta. En definitiva, este alto nivel de competencia termina impactando en la flexibilidad que pudiera tener la compañía para diferenciar sus precios en busca de mejores márgenes.

Habiendo analizado los principales indicadores del desarrollo de las ventas de la compañía en estos últimos cinco años, es hora de pasar a detallar como fueron evolucionando los ingresos de FedEx Corp.

Ingresos

Entre el 2015 y el 2020 las ventas de FedEx Corp. crecieron US\$ 21 mil millones. Su principal incremento sucede en el año 2017, año en el cual FedEx Corp. decide incorporar a TNT Express para poder ampliar su nivel operativo en Europa, Asia y África. Con esta incorporación lograron pasar de un nivel de facturación de US\$ 50 mil millones a US\$ 60 mil millones en tan solo un año. A pesar de este claro incremento en su facturación, su nivel de margen operativo en esos mismos años fue variando de otra manera. Para el año 2015 su margen operativo era del 9,44%, y en el año 2017 sube a un 13,32% respecto a sus ingresos. Sin embargo, los años siguientes vuelve a caer a un

promedio del 11%, teniendo una fuerte caída en el año 2020 a un 8,71% debido a los efectos de la pandemia. En dicho año sus ventas no variaron en gran medida respecto al año anterior, mientras que sus costos si se vieron incrementados principalmente por sueldos, adquisición de transportes entre otros conceptos.

La siguiente tabla muestra como fue variando durante los últimos años el nivel porcentual de ventas entre dicho año y el anterior, como así también el resultado operativo.

Tabla 2 – Variación porcentual anual de ventas y resultado operativo

	2016	2017	2018	2019	2020
Variación Ventas	6,14%	19,76%	8,51%	6,48%	-0,68%
Variación Rdo. Operativo	-31,29%	63,70%	-15,19%	4,54%	-45,88%

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

Como se puede ver en la tabla, la incorporación de TNT Express en el 2016 generó un rápido crecimiento de sus ventas y resultado operativo del 2017, que luego se normalizó en el 2018, manteniendo un crecimiento anual en ventas similar a sus años anteriores. Recién en el 2020, debido a las condiciones ya expresadas anteriormente, se ve una leve caída de las ventas, y una fuerte caída del margen operativo respecto al 2019.

El resultado operativo del 2018 se redujo dado que la compañía tuvo que generar grandes costos para poder ajustar la incorporación de TNT Express junto al resto de las unidades de negocio. A pesar de que en el 2019 logran mejorar dichos resultados, el 2020 no solo termina perjudicando su nivel de ventas anual, sino también su resultado operativo. Esto último nuevamente demuestra como ante la caída de ventas de FedEx Express, el incremento de ventas de FedEx Ground y el incremento de ingreso por paquete diario de FedEx Freight no fueron lo suficientemente grandes como para cubrir el resultado operativo consolidado de la compañía, haciendo que dicho valor caiga un 45,88% respecto a su año anterior.

Habiendo analizado las ventas de FedEx Corp. y sus resultados operativos de los últimos años, pasaremos a revisar la evolución de las ventas por unidad de negocio. En la siguiente tabla se detalla dicha información.

Tabla 3 – Evolución ventas anuales por unidad de negocio (US\$ Mill.)

Unidades de Negocio	2016	2017	2018	2019	2020
FedEx Express	\$ 25.553	\$ 33.824	\$ 36.172	\$ 37.331	\$ 35.513
FedEx Ground	\$ 15.051	\$ 16.503	\$ 18.395	\$ 20.522	\$ 22.733
FedEx Freight	\$ 5.825	\$ 6.070	\$ 6.812	\$ 7.582	\$ 7.102
Otros	\$ 3.936	\$ 3.922	\$ 4.071	\$ 4.258	\$ 3.869
Total	\$ 50.365	\$ 60.319	\$ 65.450	\$ 69.693	\$ 69.217

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 – 2020

Mientras que en la tabla siguiente podremos ver qué porcentaje de participación tiene cada unidad de negocio en el total de las ventas de FedEx Corp en los últimos cinco años.

Tabla 4 – Evolución ventas por unidad de negocio en porcentaje

Unidades de Negocio	2016	2017	2018	2019	2020
FedEx Express	51%	56%	55%	54%	51%
FedEx Ground	30%	27%	28%	29%	33%
FedEx Freight	12%	10%	10%	11%	10%
Otros	8%	7%	6%	6%	6%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 – 2020

Como se puede apreciar, FedEx Express es la unidad de negocio con el mayor porcentaje del total de los ingresos, seguida por FedEx Ground y FedEx Freight en último lugar. Otros representan al resto de las unidades de negocio como FedEx Services, la cual tiene el menor porcentaje de influencia sobre el total de ventas.

Los ingresos decrecieron un 0,68% en el 2020 principalmente debido a la eliminación de negocios con grandes clientes y el impacto de la macroeconomía mundial, incluyendo los efectos del COVID-19. Con respecto a su caída de negocios con grandes cliente se debe tener en cuenta que la compañía tiene una excelente atomización de estos, haciendo que ningún cliente de su cartera tenga más del 3% del total de los ingresos. Además, la imposibilidad de generar una recarga en el

precio del combustible para todos los tipos de transporte con los que operan afectó los ingresos generados en el 2020. A pesar de ello, ambos puntos fueron parcialmente cubiertos con el incremento en demanda de delivery local a través de FedEx Ground.

Justamente al analizar los ingresos de FedEx Ground vemos que los mismos incrementaron un 10,77% en el 2020 debido al crecimiento en el delivery residencial. Se debe recordar que, a pesar de este incremento, el nivel de ingreso por paquete promedio diario disminuyó respecto del año anterior (al igual que el resto de las unidades de negocio). Al ver los ingresos de FedEx Express se puede apreciar como los mismos disminuyen un 4,87% en el 2020 principalmente debido a un doble efecto en sus principales indicadores (caída de cantidad de paquetes enviados por día, y caída de ingreso por paquete diario promedio). Los ingresos de FedEx Freight se redujeron un 6,33% en el 2020 debido a una baja en envíos diarios, parcialmente controlado al haber incrementado los precios durante dicho año.

Al ser FedEx Express la unidad de negocio con la mayor influencia sobre el total de ingresos se pasa a mostrar la evolución de sus ventas dependiendo el tipo de venta realizada (paquete individual o container).

Tabla 5 – Tipo de venta FedEx Express (US\$ Mill.)

Tipo de Venta	2016	2017	2018	2019	2020
Paquete	\$ 21.068	\$ 26.274	\$ 27.997	\$ 29.108	\$ 27.663
Container	\$ 3.991	\$ 6.532	\$ 7.260	\$ 7.532	\$ 7.113
Otros	\$ 494	\$ 1.018	\$ 915	\$ 691	\$ 737
Total	\$ 25.553	\$ 33.824	\$ 36.172	\$ 37.331	\$ 35.513

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 – 2020

En la siguiente tabla se podrá ver qué porcentaje de participación tiene cada tipo de venta de FedEx Express en su total de ventas.

Tabla 6 – Tipo de venta de FedEx Express en porcentaje

Tipo de Venta	2016	2017	2018	2019	2020
Paquete	82%	78%	77%	78%	78%
Container	16%	19%	20%	20%	20%
Otros	2%	3%	3%	2%	2%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 – 2020

Claramente se puede apreciar como el principal motor de ingresos de FedEx Express es el envío de paquetes individuales, seguido del envío en conjunto tipo container o contenedor (Freight). Su composición es normalmente un 80% paquetes, 20% container. Nuevamente, una caída tanto en cantidad de paquetes enviados por día, como el nivel de ingreso por paquete, impactan directamente en el total de ventas de la compañía.

Otro de los puntos que se analiza es el nivel de ingresos que generan estos tipos de ventas. Por eso mismo en el próximo gráfico se podrá apreciar justamente como fueron evolucionando sus niveles de ingreso dependiendo si el mismo fue gracias a la venta tipo paquete o container.

Tabla 7 – Ingreso prom. según tipo de venta FedEx Express

	2016	2017	2018	2019	2020
Paquete	\$ 19,71	\$ 17,46	\$ 18,44	\$ 18,40	\$ 18,19
Container	\$ 1,38	\$ 0,93	\$ 1,01	\$ 0,99	\$ 0,99

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

Nuevamente se puede apreciar como FedEx Express mantiene un nivel de ingreso por paquete y container similar durante todos los años. Resulta interesante ver como en el 2020 se genera una caída del ingreso por tipo de venta, asociado a la pérdida de negocios debido a la pandemia, la fricción comercial internacional entre China y EE. UU. y la presión de sus competidores mediante el ajuste a la baja de sus precios.

Por último, se realizará un análisis de la participación de mercado de la compañía frente a sus dos principales competidores. Esto lo que nos permitirá es poder comprender que posición toma FedEx al momento de comparar sus ventas con las de UPS y DHL.

Participación de mercado

Para poder entender cuál es la representación de ventas de FedEx Corp. dentro del mercado de CEP se compararon las ventas totales de dicha compañía en sus últimos cinco años contra los otros dos principales competidores del segmento. Estos son UPS y DHL. El resultado lo podremos ver en las siguientes tablas.

Tabla 8 – Participación de mercado (US\$ Mill.)

	2016	2017	2018	2019	2020
FDX	\$ 50.365	\$ 60.319	\$ 65.450	\$ 69.693	\$ 69.217
UPS	\$ 61.610	\$ 66.585	\$ 71.861	\$ 74.094	\$ 84.628
DHL	\$ 60.326	\$ 72.527	\$ 70.672	\$ 71.024	\$ 81.597
Total	\$ 172.301	\$ 199.431	\$ 207.983	\$ 214.811	\$ 235.442

Fuente: Reportes anuales 2016 – 2020 de FedEx, UPS y DHL

Del análisis de ventas de los últimos años, se puede notar como claramente quien lleva el primer lugar en la participación de mercado es UPS, seguido por DHL y en tercer lugar FedEx.

Tabla 9 – Participación de mercado en porcentaje

	2016	2017	2018	2019	2020
FDX	29,23%	30,25%	31,47%	32,44%	29,40%
UPS	35,76%	33,39%	34,55%	34,49%	35,94%
DHL	35,01%	36,37%	33,98%	33,06%	34,66%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Reportes anuales 2016 – 2020 de FedEx, UPS y DHL

En esta última tabla se pueden apreciar las mismas ventas que en el gráfico anterior, solo que en este caso de manera porcentual. Lo que se podría concluir es que la participación de mercado de FedEx es del 31%, y que dicha participación es estable en el tiempo. Esto demuestra el nivel de

competencia que hay en la industria, y como, al momento de proyectar las ventas se tendrá en cuenta que en los últimos cinco años prácticamente no hubo variación en la participación de mercado con respecto a sus dos principales competidores.

Habiendo dado un extenso detalle sobre cómo están compuesta las fuentes de ingresos de la compañía, se pasará ahora a detallar como están compuestos sus gastos. Se podrá apreciar que esta compañía tiene un fuerte componente de gastos o costos fijos, los cuales resultan necesarios para el correcto funcionamiento del negocio.

Gastos operativos

FedEx Corp. tiene una serie de gastos operativos que condicionan su resultado operativo. Sus principales gastos son el pago de salarios, la compra de transportes, y otros. El segmento Otros puede variar año a año, pero lo que normalmente se encuentra allí es el pago de indemnizaciones contra empleados o contratistas que realizaron algún servicio para una de las unidades de negocio y tuvieron algún tipo de inconveniente que terminó en una resolución judicial negativa para la compañía. La siguiente tabla contiene los gastos operativos expresados en US\$ millones por los últimos cinco años.

Tabla 10 – Gastos operativos (US\$ Mill.)

Gastos Operativos	2016	2017	2018	2019	2020
Salario	\$ 18.581	\$ 21.542	\$ 23.207	\$ 24.776	\$ 25.031
Transportes Adquiridos	\$ 9.966	\$ 13.630	\$ 15.101	\$ 16.654	\$ 17.466
Alquileres y Comisiones de Aterrizaje	\$ 2.854	\$ 3.240	\$ 3.361	\$ 3.360	\$ 3.712
Depreciaciones y Amortizaciones	\$ 2.631	\$ 2.995	\$ 3.095	\$ 3.353	\$ 3.615
Combustible	\$ 2.399	\$ 2.773	\$ 3.374	\$ 3.889	\$ 3.156
Mantenimiento y Reparaciones	\$ 2.108	\$ 2.374	\$ 2.622	\$ 2.834	\$ 2.893
Goodwill y Otros Gastos de Activos	\$ -	\$ -	\$ 380	\$ -	\$ 435
Costos de Realineación del Negocio	\$ 1.498	\$ -24	\$ -10	\$ 320	\$ -
Otros	\$ 7.251	\$ 8.752	\$ 9.450	\$ 10.041	\$ 10.492
Total Gastos Operativos	\$ 47.288	\$ 55.282	\$ 60.580	\$ 65.227	\$ 66.800

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 – 2020

En la siguiente tabla podremos ver cuanto representa a nivel porcentual cada uno de los gastos operativos con respecto al total.

Tabla 11 – Gastos operativos en porcentaje

Gastos Operativos	2016	2017	2018	2019	2020
Salario	39%	39%	38%	38%	37%
Transportes Adquiridos	21%	25%	25%	26%	26%
Alquileres y Comisiones de Aterrizaje	6%	6%	6%	5%	6%
Depreciaciones y Amortizaciones	6%	5%	5%	5%	5%
Combustible	5%	5%	6%	6%	5%
Mantenimiento y Reparaciones	4%	4%	4%	4%	4%
Goodwill y Otros Gastos de Activos	0%	0%	1%	0%	1%
Costos de Realineación del Negocio	3%	0%	0%	0%	0%
Otros	15%	16%	16%	15%	16%
Total Gastos Operativos	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 – 2020

De la última tabla se puede apreciar como la compañía viene manteniendo, a pesar de los cambios que sufrió en dichos años, un nivel de gastos operativos similar. Sus principales cambios se ven en el porcentaje de sueldos pagados, y como estos vienen reduciéndose año tras año, y el incremento de gastos en transportes adquiridos. Si se analizan estos dos gastos y las políticas que la compañía tiene para con los mismos, estos porcentajes no deberían ser llamativos. Por el lado de los salarios pagados, FedEx Corp. se encuentra actualmente con un plan de retiro voluntario de empleados, el cual se viene ofreciendo desde la adquisición de TNT Express, generando una tendencia descendente en el total de sueldos pagados. Con respecto a los transportes adquiridos, uno de los principales objetivos de la compañía es poder modernizar su flota de aviones y vehículos, con el fin de optimizar gastos en combustible y ser más amigables con el medio ambiente. En base a esto, tiene lógica que su porcentaje de gastos en transportes adquiridos sostenga una tendencia alcista en sus últimos años.

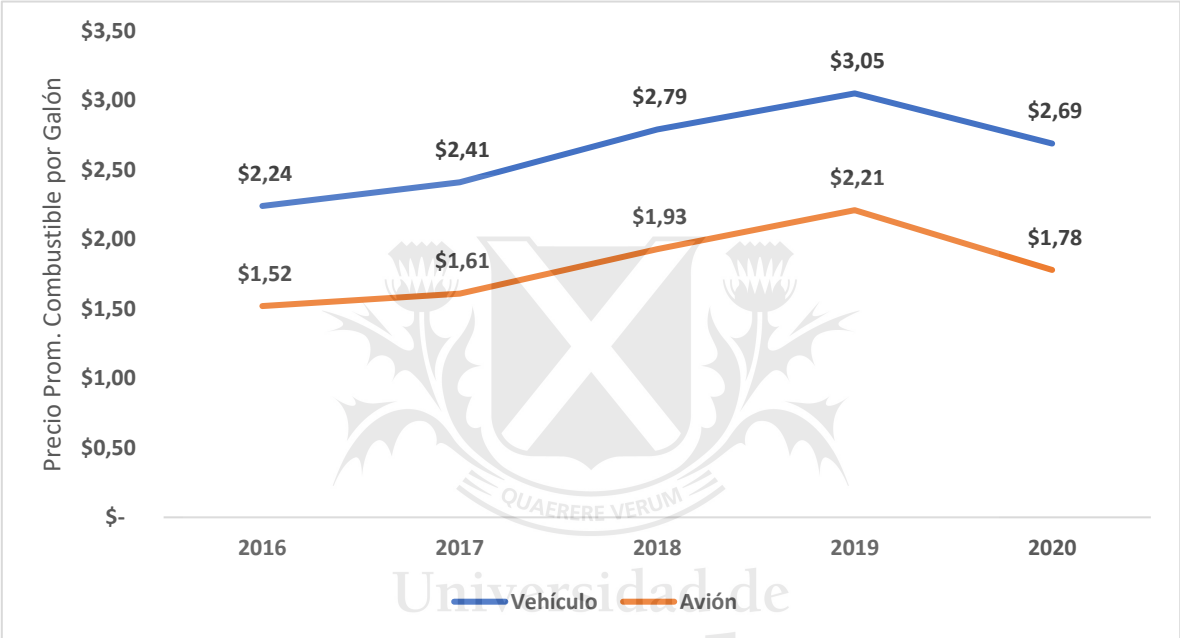
Otro de los gastos que la compañía sigue de muy cerca es el gasto en combustible. Gran parte de su política de costos se encuentra relacionada a poder mejorar las condiciones con sus proveedores de combustible. El precio del combustible es una variable que la compañía mide todos los años, dado que es un elemento fundamental para su negocio.

En el año 2020 el costo decreció un 19% respecto al año anterior. Esto se debe a que la mayor parte del precio que se paga por el mismo se encuentra relacionado con la fluctuación de dicho commodity, aunque otra parte del gasto también se encuentra relacionada a los contratos que sus diversas unidades de negocio tienen con dichos proveedores. Por ejemplo, para el caso de FedEx

Express, los contratos de compra de combustible se encuentran vinculados a distintos índices que en algunos casos fluctúan de manera paralela al valor del petróleo, y en otros casos no. Esto último puede hacer que aumente la variabilidad en los precios pagados por combustible.

Dicho esto, se pasa a analizar en el siguiente gráfico la evolución del costo promedio del combustible en sus últimos cinco años.

Gráfico 16 – Costo promedio del combustible por galón



Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 – 2020

Como se puede apreciar en el gráfico anterior, el costo del combustible tuvo una reducción en el 2020 tanto para vehículos terrestres como para aviones. Este fue uno de los puntos que ayudaron a que los resultados del 2020 no fueran peores a los obtenidos.

Por último, pasaremos a analizar como fue la evolución histórica del margen operativo por unidad de negocio de la compañía. Esto será de gran ayuda para entender cómo funciona cada unidad de negocio, y que tan importante es el impacto que cada una de dichas unidades tiene en el conglomerado total que compone FedEx Corp.

Márgenes operativos por unidad de negocio

En las siguientes tablas podremos ver la evolución histórica de los márgenes operativos por unidad de negocio. En dichas tablas se analizará el nivel de ingresos total por año por unidad de negocio, el gasto operativo histórico de cada uno de ellos, y por último su resultado y margen operativo final.

Tabla 12 – Resultado y margen operativo por unidad de negocio

Express	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos	\$ 25.553	\$ 33.824	\$ 36.172	\$ 37.331	\$ 35.513
Gastos Operativos	\$ 23.068	\$ 31.055	\$ 33.594	\$ 35.155	\$ 34.517
Resultado Operativo	\$ 2.485	\$ 2.769	\$ 2.578	\$ 2.176	\$ 996
Margen Operativo	9,7%	8,2%	7,1%	5,8%	2,8%

Ground	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos	\$ 15.051	\$ 16.503	\$ 18.395	\$ 20.522	\$ 22.733
Gastos Operativos	\$ 12.811	\$ 14.224	\$ 15.790	\$ 17.859	\$ 20.719
Resultado Operativo	\$ 2.240	\$ 2.279	\$ 2.605	\$ 2.663	\$ 2.014
Margen Operativo	14,9%	13,8%	14,2%	13,0%	8,9%

Freight	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos	\$ 5.825	\$ 6.070	\$ 6.812	\$ 7.582	\$ 7.102
Gastos Operativos	\$ 5.404	\$ 5.680	\$ 6.295	\$ 6.967	\$ 6.522
Resultado Operativo	\$ 421	\$ 390	\$ 517	\$ 615	\$ 580
Margen Operativo	7,2%	6,4%	7,6%	8,1%	8,2%

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 – 2020

Como se puede apreciar de la tabla anterior, vemos que en el 2020 FedEx Express fue la unidad de negocio mayormente castigada por los efectos de la pandemia y los conflictos comerciales entre EE. UU. y China. Esto generó un resultado operativo del 2,8% el cual impacta de lleno en el resultado consolidado de la compañía, dado que FedEx Express es la principal unidad de negocio.

FedEx Ground, la unidad de negocio que tuvo su mejor desempeño justamente en un año tan particular como el 2020, logró tener un incremento de ventas respecto a su año anterior, pero si vemos su resultado operativo veremos que el mismo cae respecto a años anteriores demostrando que a pesar de su incremento en ventas sus costos también incrementaron a un nivel superior, logrando un decremento del resultado y margen operativo contra el 2019.

Por último, queda ver la evolución de FedEx Freight, el cual vimos que a pesar de tener una caída en sus ventas (generadas por una caída de contenedores enviados por día), logró incrementar su margen operativo respecto del año anterior.

En general lo que se puede apreciar es que, al ver los resultados operativos y sus márgenes por unidad de negocio, queda en claro que FedEx Express es la unidad de negocio mas importante de la compañía y que su evolución marcará la tendencia de los resultados consolidados. Por otro lado, esta tabla también nos muestra como sus otras unidades de negocio como son Ground y Freight pueden tener incrementos de venta o márgenes, pero los mismos no son lo suficientemente grandes como para cubrir un mal año en Express.

Habiendo analizado el negocio de FedEx Corp., como están compuestas sus unidades de negocio, cuáles son sus principales indicadores del negocio, y como fueron sus resultados en el 2020, se pasará a realizar un detallado análisis financiero con el fin de obtener sus principales ratios y con estos realizar su correspondiente valuación tanto por flujo de fondos descontados como por múltiplos comparables.

Análisis financiero de FedEx Corp.

En la siguiente sección se realizará un profundo análisis financiero de la compañía, arrancando por sus últimos estados de resultados, para luego analizar la evolución de sus márgenes y por último verificar los ratios obtenidos y como se encuentran respecto a sus principales competidores.

Estado de resultados

Para concretar un análisis financiero de FedEx Corp. se tuvo que analizar los últimos cinco ejercicios fiscales cerrados, comprendidos entre 2016 (cerrado a mayo 2016) y 2020 (cerrado a mayo 2020).

El análisis de la situación actual de la compañía y de su pasado reciente, nos brindará las bases para proyectar la evolución de sus principales indicadores, con el fin de poder generar con ellos los escenarios de valuación para la proyección de los flujos de fondos descontados.

Dicho esto, pasaremos a realizar una evaluación del estado de resultados, su situación patrimonial, sus indicadores de rentabilidad, y su actual situación crediticia.

Tabla 13 – Estado de resultados (US\$ Mill.)

	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos	\$ 50.365	\$ 60.319	\$ 65.450	\$ 69.693	\$ 69.217
Gastos Operativos	\$ 44.657	\$ 52.287	\$ 58.083	\$ 61.874	\$ 63.185
Amortizaciones y Depreciaciones	\$ 2.631	\$ 2.995	\$ 3.095	\$ 3.353	\$ 3.615
Resultado Operativo	\$ 3.077	\$ 5.037	\$ 4.272	\$ 4.466	\$ 2.417
EBITDA	\$ 5.708	\$ 8.032	\$ 7.367	\$ 7.819	\$ 6.032
Margen Operativo	6,11%	8,35%	6,53%	6,41%	3,49%
Egreso por Intereses	\$ -336	\$ -512	\$ -558	\$ -588	\$ -672
Ingreso por Intereses	\$ 21	\$ 33	\$ 48	\$ 59	\$ 55
Otros Planes de Retiro	\$ -	\$ -	\$ 598	\$ -3.251	\$ -122
Otros	\$ -22	\$ 21	\$ -7	\$ -31	\$ -9
Ganancias antes de Impuestos	\$ 2.740	\$ 4.579	\$ 4.353	\$ 655	\$ 1.669
Impuesto a las Ganancias	\$ -920	\$ -1.582	\$ 219	\$ -115	\$ -383
Resultado Neto	\$ 1.820	\$ 2.997	\$ 4.572	\$ 540	\$ 1.286
Margen Neto	3,61%	4,97%	6,99%	0,77%	1,86%

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

De la tabla anterior se puede apreciar como el margen operativo de la compañía suele encontrarse alrededor del 6%. Sin embargo, en el 2017 se generó un fuerte incremento de dicho margen debido a la adquisición de la compañía TNT Express, la cual le trajo un fuerte incremento de ventas de manera inmediata. Por el contrario, en el 2020 su margen operativo se vio seriamente contraído debido al efecto causado por la pandemia y el freno del comercio internacional. Esto demuestra nuevamente como la combinación de la caída de ventas de FedEx Express, y su estructura de costos fijos, hace que años de bajas ventas tengan un impacto directo en el resultado operativo.

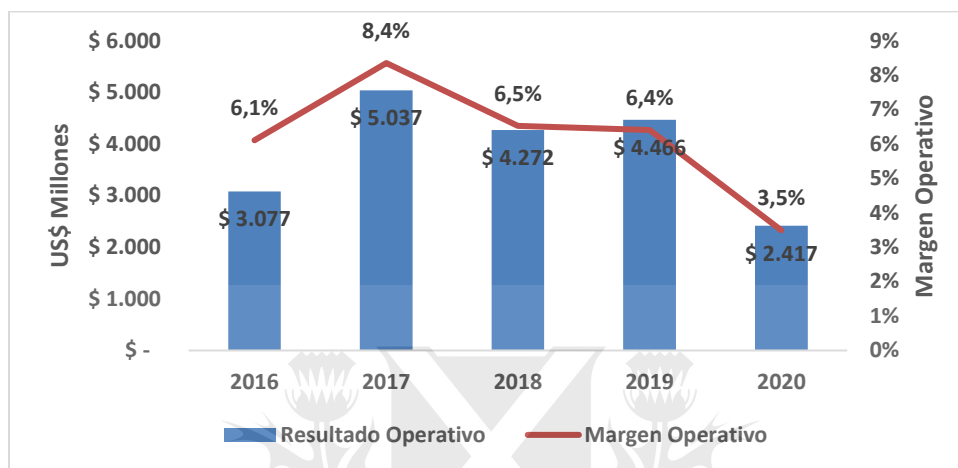
Sus gastos operativos también mantienen un nivel parecido en todos sus años, rondando el 93% de sus ingresos, a excepción del año 2020 en donde sus costos aumentaron a un 96% del total de los ingresos. Esto se debe en particular a una serie de gastos extra que la compañía tuvo que afrontar para acondicionar la operatoria a las condiciones generadas por los efectos de la pandemia, tales como productos de sanidad para empleados, aumento de empleados en FedEx Ground para hacer frente al incremento en la demanda, entre otros.

Habiendo analizado sus últimos estados de resultados, y como estos fueron evolucionando a través de los años, se pasará a ver cómo fueron evolucionando los resultados y márgenes operativos de la compañía.

Resultado y margen operativo

A continuación, podremos ver gráficamente como fue evolucionando el resultado y el margen operativo de la compañía para los últimos cinco años:

Gráfico 17 – Resultado y margen operativo



Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

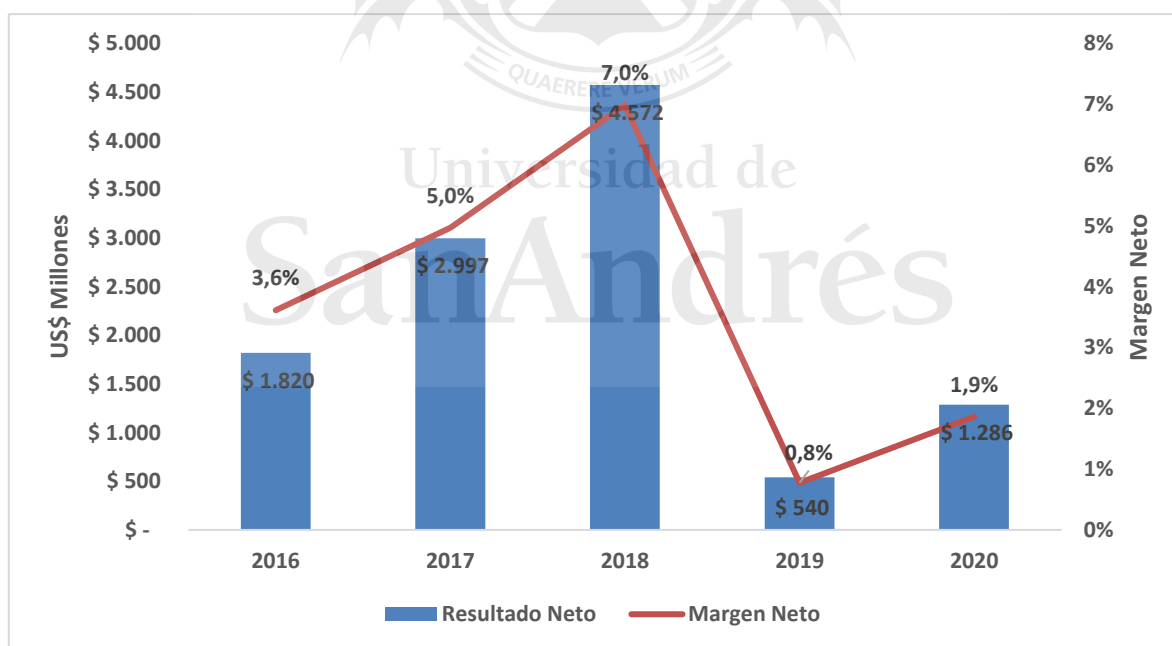
Aquí se puede apreciar claramente la influencia que tuvo la adquisición de TNT Express en la compañía, viendo el cambio tanto en el resultado como en el margen operativo de la compañía en el 2017. Los años siguientes fueron de ajuste dado que, como toda gran adquisición, esta trae sus costos y su tiempo de poder integrar ambas empresas para que realmente comiencen a funcionar como una sola, y tengan los resultados esperados. Lamentablemente el año 2020 termina siendo un año que, entre los problemas comerciales con China y EE. UU., el efecto adverso que tuvo la pandemia en toda la economía mundial, y la reducción ingresos por paquete y cantidad de paquetes enviados diarios, hizo que tanto el resultado como el margen operativo se vieran afectados. Esto no solo se debe a una caída de sus ventas, sino también a que no se pudo hacer un ajuste suficiente de sus gastos operativos, los cuales incrementaron más de US\$ 2 mil millones entre el 2019 y el 2020. Aquí nuevamente se destaca como el incremento de ventas de una de sus unidades de negocio (FedEx Ground) no fue lo suficientemente grande como para mantener el resultado operativo dentro de los montos históricos de la compañía. De esta manera se demuestra la dependencia que la compañía tiene con el buen desempeño de FedEx Express, y como este puede ser un punto de vulnerabilidad.

Habiendo visto la evolución de los resultados y márgenes operativos que la empresa tuvo en estos últimos cinco ejercicios, se pasa a realizar el mismo análisis para sus resultados y márgenes netos.

Resultado y margen neto

Los márgenes netos de los últimos años para FedEx Corp. fueron variando. Entre el 2016 y el 2018 sus márgenes netos variaron entre un 3,6% y un 7% del total de las ventas. Sin embargo, el año 2019 a pesar de haber tenido un nivel de ingresos operativos relativamente estable, tuvo un fuerte ajuste debido a los pagos de planes de salida para empleados, haciendo que el resultado neto final sea tan solo el 0,77% del total de las ventas. Al año siguiente se logró recuperar el terreno perdido al haber logrado márgenes netos equivalentes al 1,86% del total facturado, aunque aún por debajo de los niveles normales que venía teniendo en años anteriores. Este último año se vio fuertemente perjudicado por la pandemia y sus efectos en ventas y costos.

Gráfico 18 – Resultado y margen neto



Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

Otra de las maneras de ver como evolucionó el resultado neto de la compañía a través de los años es al compararlo con el patrimonio neto en ese mismo período de tiempo. A ese ratio se lo conoce

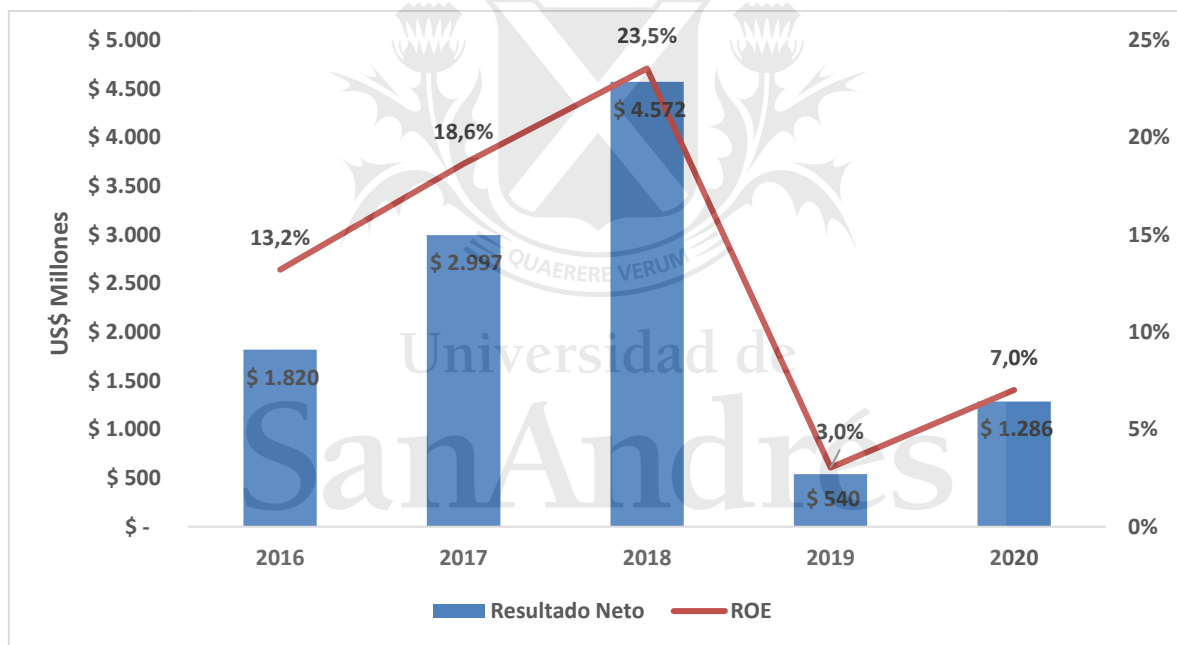
como Rentabilidad sobre Patrimonio, o ROE (por sus siglas en inglés Return on Equity), y es el tipo de ratio a desarrollar en los próximos párrafos.

Rentabilidad sobre el patrimonio (ROE)

El ROE (Return on Equity) es el cociente entre el resultado y el patrimonio neto de la compañía, mostrando cómo se fue comportando el rendimiento del capital. Concretamente, mide la rentabilidad obtenida por la empresa sobre sus fondos propios.

A continuación, se pasa a analizar el ROE para los años 2016 a 2020.

Gráfico 19 – ROE



Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

Como se puede apreciar en el gráfico, el ROE siguió la performance del resultado neto de la compañía, teniendo un gran ajuste en el 2019 debido a lo ya explicado anteriormente.

Otro de los ratios utilizados para ver qué tan eficientemente utiliza una compañía sus recursos es la fórmula DuPont, la cual se podrá analizar y se verán sus resultados a continuación.

Fórmula DuPont

La fórmula DuPont nos permitirá identificar si la compañía viene realizando un uso eficiente de sus recursos. El objetivo del análisis es poder entender cómo se están generando las ganancias o pérdidas, logrando de esta manera llegar a reconocer cuales son los factores que afectan al negocio.

Para ello debemos estudiar por separado los distintos factores que componen este ratio en particular.

Fórmula DuPont = Rentabilidad x Rotación de Activos x Apalancamiento

- Rentabilidad: Utilidad Neta / Ventas
- Rotación de Activos: Ventas / Activos Totales
- Apalancamiento: Activos Totales / Patrimonio Neto

Al realizar este análisis sobre los últimos cinco ejercicios vemos los siguientes resultados.

Tabla 14 – Fórmula DuPont

	2016	2017	2018	2019	2020
Rentabilidad	3,61%	4,97%	6,99%	0,77%	1,86%
Rotación de Activos	1,10x	1,24x	1,25x	1,28x	0,94x
Apalancamiento	3,33x	3,02x	2,70x	3,06x	4,02x
Fórmula DuPont	13,20%	18,65%	23,55%	3,04%	7,03%

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

Lo que esto nos está mostrando para el 2020 es que la rentabilidad neta sobre sus ventas fue de tan solo un 1,86%, que sus activos rotan 0,94 veces al año y que su nivel de apalancamiento es cuatro veces el valor de su patrimonio neto. Al multiplicar estas variables, se llega al valor de retorno sobre patrimonio neto.

Si comparamos el 2020 contra el 2019 podremos ver como por el lado de la rentabilidad, dicho ratio sube dado que el resultado neto del 2020 fue mejor que el anterior debido a que disminuyó notablemente el monto de planes jubilatorios anticipados (estos se pagaron principalmente en el 2019).

En cuanto a su rotación de activos, la disminución de ventas entre el 2019 y el 2020 hizo que este valor disminuyera entre ambos años. El motivo nuevamente recae en las fricciones comerciales entre China y EE. UU., como así también los efectos de la pandemia y sus restricciones comerciales. Por último, el nivel de apalancamiento se incrementa dado que, a pesar de que el Patrimonio Neto de la compañía mejora en el 2020 respecto a su año anterior, sus activos totales incrementan aún más liderados por un aumento de caja y equivalentes, como así también mayores activos no corrientes (principalmente aviones, equipo de manejo terrestre y tecnología en informática).

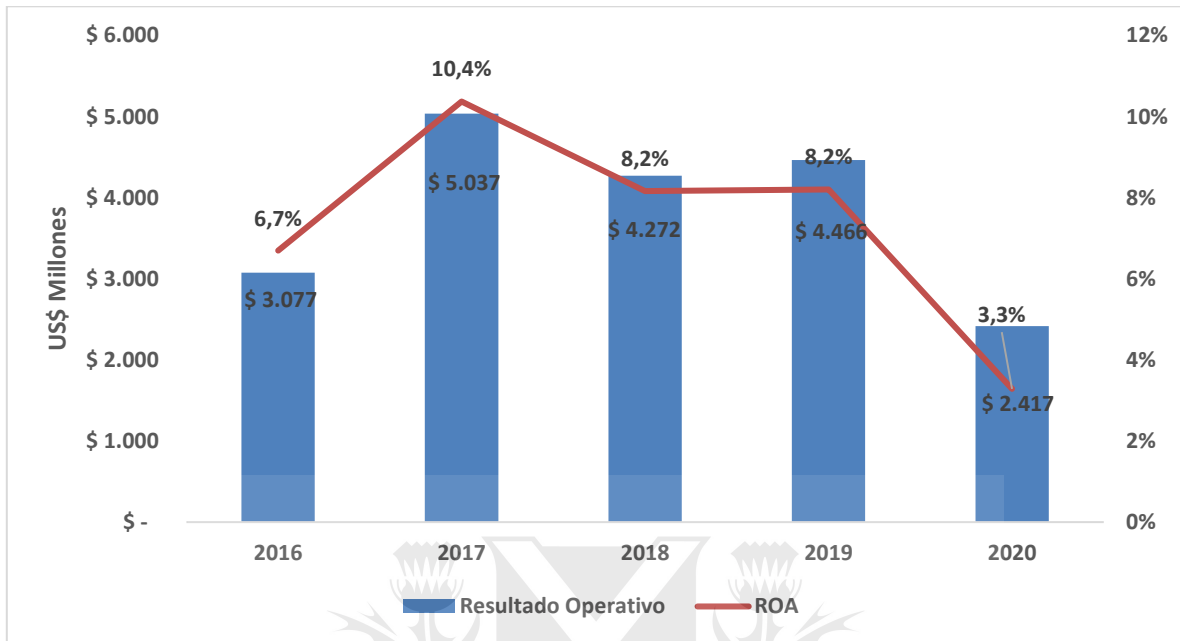
Siguiendo con el análisis financiero y sus correspondientes ratios, uno de los más importantes es el ROA (del inglés, Return on Assets), el cual permite ver cuál es la devolución producida por un beneficio económico respecto al capital total. A continuación, se realizará un análisis correspondiente a dicho ratio.

Rentabilidad sobre activos (ROA)

Con respecto a la rentabilidad sobre activos (ROA) y su correspondiente evolución a través de estos últimos años, lo realizado fue tomar el total de los resultados operativos de la compañía, y a dicho valor realizar el cociente contra el total de activos de cada año. De esta manera lo que se logra es poder ver la evolución de la rentabilidad sobre los activos. Este indicador puede resultar fundamental para el análisis, dado que calcula la rentabilidad total de los activos de la empresa, es decir que funciona como un ratio de rendimiento.

Otra de las razones por las cuales se suele valorar este ratio respecto del ROE, es porque no tiene en cuenta la forma en que se financian los activos. De esta manera se obtiene el valor de la rentabilidad de la empresa, sin tener en cuenta factores que pudieran llegar a confundir el valor final obtenido.

Gráfico 20 – ROA



Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

Como se puede apreciar en el gráfico, lo que vemos es que el ROA acompaña al resultado operativo a través de los años, habiendo tenido un fuerte incremento en el 2017 con la adquisición de TNT Express, y una fuerte caída en el 2020 debido a los recortes de negocios por la pandemia y la caída del comercio internacional.

Habiendo analizado los diversos ratios de rentabilidad, se pasará a discutir cómo fue evolucionando la compañía a través de los últimos años al momento de comparar sus ratios de liquidez, fuentes de financiamiento y ratios de rentabilidad.

Liquidez, fuentes de financiamiento y ratios de productividad

Los siguientes ratios buscarán analizar cómo fue evolucionando la compañía con respecto a su forma de financiarse, al nivel de liquidez que manejan, que tan eficientes son con sus cuentas por cobrar, y como manejan su necesidad de capital de trabajo.

En general, en estos últimos cinco años, la compañía estuvo financiando su actividad principalmente con la caja generada por su operación. Al 31 de mayo del 2020 la liquidez de FedEx Corp. era de US\$

4,8 mil millones en la caja y equivalentes. Sin embargo, veremos más adelante que su financiamiento externo viene incrementándose rápidamente.

Dicho esto, como primer instancia se analizarán los Ratios de Liquidez de la compañía. Estos son la Razón Corriente y su Ratio de Solvencia. A continuación, se realizará un desarrollo sobre los mismos.

Ratios de liquidez

En el siguiente cuadro se pueden apreciar los Ratios de Liquidez y de Solvencia para los períodos que van del 2016 al 2020 inclusive.

Con respecto al ratio de Razón Corriente, este valor corresponde a realizar el cociente entre los activos y los pasivos corrientes de cada año. En la siguiente tabla se puede apreciar como la compañía siempre mantuvo un nivel de 1,5x aproximadamente, lo cual nos indica que sus activos corrientes (es decir, con un plazo de tiempo menor a los doce meses) son superiores a sus pasivos corrientes. Al analizar cómo se encuentra compuesto cada valor, vemos que por el lado de los activos corrientes su mayor aporte lo generan las cuentas por cobrar y caja, las cuales vienen incrementándose año tras año, mientras que por el lado de sus pasivos corrientes sus principales elementos son las cuentas por pagar y los gastos acumulados.

Tabla 15 – Ratios de Liquidez

	2016	2017	2018	2019	2020
Razón Corriente	1,50x	1,59x	1,39x	1,45x	1,58x
Ratio de Solvencia	2,33x	2,02x	1,70x	2,06x	3,02x

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 – 2020

Por el lado del Ratio de Solvencia, el cual se calcula como el cociente entre el total del pasivo y el patrimonio neto, se puede apreciar que en promedio de sus últimos cinco ejercicios la compañía siempre tuvo un ratio mayor a dos veces su patrimonio neto, demostrando así su solidez en apalancamiento. Es interesante tener en cuenta que en los últimos tres ejercicios la compañía viene desarrollando una tendencia alcista en dicho ratio, haciendo que para el 2020 sea de tres veces el patrimonio neto. Al analizar estos números con mayor detenimiento, se puede apreciar como en el

año 2020 en sus pasivos no corrientes aparece un concepto que en todos los años anteriores no figuraba como es el de Gastos de Alquiler Operativo por US\$ 12,2 mil millones, generando un incremento de los pasivos no corrientes respecto al año anterior del 108%.

Habiendo analizado el comportamiento contable de la compañía con respecto a sus ratios de liquidez, se pasará ahora a desarrollar como fue la evolución de su Caja y Equivalentes para estos últimos cinco años.

Generación de caja

En el siguiente cuadro se puede apreciar cómo fue evolucionando la caja de la compañía. El grueso de los ingresos por caja proviene de sus actividades operativas, teniendo las mismas un CAGR del 2016 al 2020 de -2,79% dado que fue disminuyendo a través de los años. Esta caja es utilizada para inversiones, actividades de financiamiento, adquisición de empresas, propiedades y equipos, recompra de acciones, pago de dividendos, entre otras. Hay que recordar que la compañía se encuentra actualmente en un plan de recompra de acciones por hasta 25 millones de acciones, aun quedándoles por comprar casi 5 millones de dicho plan.

Tabla 16 – Generación de caja (US\$ Mill.)

	2016	2017	2018	2019	2020
Caja Neta por Actividades Operativas	\$ 5.708	\$ 4.930	\$ 4.674	\$ 5.613	\$ 5.097
Caja Neta por Actividades de Inversión	\$ -9.446	\$ -4.981	\$ -5.677	\$ -5.473	\$ -5.846
Caja Neta por Actividades Financieras	\$ 3.611	\$ 528	\$ 227	\$ -1.039	\$ 3.381
Efecto de Variación de Tipo de Cambio en Efectivo y Equivalentes	\$ -102	\$ -42	\$ 72	\$ -47	\$ -70
Incremento (Disminución) de Caja	\$ -229	\$ 435	\$ -704	\$ -946	\$ 2.562
Caja y Equivalentes al Final del Período	\$ 3.534	\$ 3.969	\$ 3.265	\$ 2.319	\$ 4.881

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 - 2020

Al final lo que se puede apreciar es que durante el último período la compañía recuperó buena parte de su solvencia en la caja respecto al 2019, donde el gran generador de fondos fue la caja neta por actividades financieras generando un total de US\$ 3,3 mil millones. Este incremento de caja de US\$ 2,5 mil millones junto al resultado de caja del año anterior terminan conformando los US\$ 4,8 mil millones del 2020.

Sin embargo, para poder seguir realizando este análisis financiero, no solo es necesario ver cómo se comporta la compañía frente a sus ratios de liquidez y caja, sino también como evoluciona su forma de financiamiento. Por dicho motivo a continuación se podrán apreciar los ratios de cobertura que intentarán explicar cómo evolucionó la financiación de FedEx Corp. en estos últimos años.

Ratios de cobertura

Lo que se pasa a evaluar ahora es la evolución de los ratios de cobertura EBIT sobre gastos por interés, deuda financiera sobre EBITDA, y deuda financiera sobre patrimonio neto.

El EBIT sobre gastos por intereses nos permite entender si la compañía puede afrontar el pago de intereses mediante el empleo de su propio resultado operativo. Como se puede apreciar en la próxima tabla, la compañía goza de buena salud financiera dado que genera un resultado operativo que supera hasta nueve veces el pago de sus intereses. Mucho tiene que ver con el hecho de que gran parte de sus pasivos no son deuda bancaria ni que genere intereses, sino apalancamiento con sus proveedores.

Sin embargo, vale destacar que la compañía viene en una clara tendencia en caída con respecto a este ratio, y debe ser otro valor más para tener en cuenta. En gran medida este último decrecimiento en dicho ratio se debe a que en el año 2020 la deuda senior pasó de US\$ 17 mil millones a US\$ 21,5 mil millones, incrementando fuertemente la carga de intereses a pagar (pasando de US\$ 588 millones a US\$ 672 millones).

Visto y considerando que el año 2020 fue un año de caída de ventas, y prácticamente un mismo nivel de costos con respecto al año anterior, el resultado es un EBIT más pequeño que los últimos años, el cual al compararlo con un nivel de intereses a pagar mayor termina dando los resultados que muestran la tabla.

Tabla 17 – Ratios de Cobertura

	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT/ Gastos por Intereses	9,16x	9,84x	7,66x	7,60x	3,60x
Deuda Financiera / EBITDA	2,41x	1,86x	2,07x	2,13x	3,64x
Deuda Financiera / PN	1,00x	0,93x	0,79x	0,94x	1,20x

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 – 2020

El mismo proceso de incremento año a año se ve en el ratio deuda financiera sobre EBITDA, y deuda financiera sobre patrimonio neto, donde claramente el incremento de deuda financiera acompañado de resultados menores que años anteriores hacen que estos ratios tiendan a ir incrementando en el 2020. Es decir que en general lo que se puede ver es que el 2020 es un año muy particular para este tipo de ratios, dado que se combinan un incremento de deuda financiera con una reducción del resultado operativo. Se podría esperar para los próximos años una mejora en estos valores, siempre y cuando la compañía logre repuntar los niveles de venta en todas sus unidades de negocio, logrando así mejorar su resultado operativo, y con ello sus respectivos ratios de endeudamiento.

Habiendo analizado los ratios anteriores, se continuará con la evaluación del capital de trabajo de FedEx Corp. a través de los años.

Capital de trabajo

A continuación, podremos ver la tabla de capital de trabajo de la compañía. Esta tabla nos indica el buen manejo que FedEx Corp. tiene con su capital de trabajo, relacionado con su nivel de ventas. Se debe considerar que para el cálculo de estos valores no se tuvo en cuenta ni caja y equivalentes (en el caso de los activos corrientes), ni deuda de largo plazo en el corto plazo (para los pasivos corrientes).

Tabla 18 – Capital de trabajo (US\$ Mill.)

	2016	2017	2018	2019	2020
Activo Corriente	\$ 8.455	\$ 8.659	\$ 10.076	\$ 10.767	\$ 11.502
Pasivo Corriente	\$ 7.979	\$ 7.896	\$ 8.285	\$ 8.049	\$ 10.293
Capital de Trabajo	\$ 476	\$ 763	\$ 1.791	\$ 2.718	\$ 1.209
Variación del Cap. de Trabajo		60,29%	134,73%	51,76%	-55,52%
Ventas/Cap. de Trabajo	105,81x	79,06x	36,54x	25,64x	57,25x

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 – 2020

Lo primero que se puede apreciar del cuadro es la fuerte reducción que tuvo el capital de trabajo en este último año. Esto se debió principalmente a que en el 2020 se ingresó un rubro en sus pasivos que en los años anteriores no estaba como es el caso de los Gastos de Alquiler Operativos por US\$

1,9 mil millones. Esto hizo que la variación entre el 2019 y el 2020 en su capital de trabajo cayera un 55%.

Con respecto a su ratio en relación con las ventas, este venía en constante caída dado los fuertes incrementos de ventas anuales que la compañía tuvo en estos últimos años. Recién en el 2020 dicho ratio vuelve a un valor mayor. A pesar de esto último, es importante destacar como la compañía siempre mantuvo un nivel de activos corrientes sobre pasivos corrientes positivo, demostrando como es el manejo de su capital de trabajo.

Uno de los últimos ratios a considerar en este análisis es el ciclo de conversión de caja, el cual será discutido en los próximos párrafos.

Ciclo de conversión de caja

El ciclo de conversión de caja informa cuantos días tarda la compañía en transformar sus compras en efectivo. Este indicador es de suma importancia ya que muestra el flujo de caja de la compañía, es decir, muestra la capacidad de mantener activos de alta liquidez. Está compuesto por tres valores distintos. El primero es días de cuentas por cobrar, el cual equivale al cociente del total de cuentas por cobrar de cada año contra el total de ventas por 365 días del año. Este valor suele estar entre los 45 y 48 puntos, aunque en el año 2020 y el 2016 sube debido a diversos motivos. En el 2016 el motivo fue un incremento en sus cuentas por cobrar, mientras que en el 2020 la principal razón fue la reducción de ventas.

Días de inventario es igual a cero para todos los años dado que FedEx Corp. no maneja inventario entre sus estados contables. Al no haber inventarios, no hay costo de mercadería vendida, y por ende la cantidad de días de inventario corresponde que sea cero para todos los años.

Días de cuentas por pagar es el resultado del cociente entre cuentas por pagar y gastos operativos por 365 días. El resultado final es la resta entre los días de cuentas por cobrar y los días de cuentas por pagar, el cual podremos ver en la siguiente tabla.

Tabla 19 – Ciclo de Conversión de Caja

	2016	2017	2018	2019	2020
Dias de Cuentas por Cobrar	52,56	45,98	47,30	47,74	53,27
Dias de Inventario	0	0	0	0	0
Dias de Cuentas por Pagar	22,72	18,17	17,76	16,96	17,86
Ciclo de Conversion de Caja	29,83	27,81	29,54	30,79	35,41

Fuente: Reporte anual FedEx Corp. 2016 – 2020

Del cuadro anterior se puede notar como la compañía en el último año 2020 tuvo que incrementar nuevamente sus cuentas por cobrar, mientras que sus cuentas por pagar se mantuvieron prácticamente iguales (tuvieron un leve incremento respecto al año anterior).

Lo que esto nos muestra es que en el último año la compañía tuvo que soportar mayores niveles de estrés financiero debido a las condiciones que se dieron en su negocio. Este estrés se le atribuye a la leve caída de ventas, a la caída de su resultado operativo, y a como la compañía tuvo que soportar mayores niveles de endeudamiento tanto con el sector financiero como con sus clientes y proveedores.

Por último, se pasará a realizar una comparación de ratios entre FedEx Corp. y algunos de sus principales competidores como son UPS y DHL. Se incluye también en el análisis a XPO Logistics.

Competidores

Lo primero que se debe tener en cuenta es que de las compañías que figuran como competidores de FedEx Corp. todas cierran sus balances el 31/12/2020, mientras que FedEx Corp. lo cierra al 31/05/2020.

Esto no es un dato menor, dado que no solo estamos comparando balances con cierres distintos, sino que además particularmente en el 2020 el levantamiento de restricciones para la producción industrial mundial comenzó a verse reflejado en los números de productividad y venta a partir del segundo semestre del 2020. Esta información figura en los balances de los competidores, mientras que en FedEx se van a ver reflejados recién en el balance que cierre en mayo 2021.

En base a lo expuesto, en la siguiente tabla se muestran los principales valores y ratios que arrojó el análisis de los competidores de FedEx Corp. para el último año contable.

Tabla 20 – Ratios competidores (US\$ Mill.)

Cía.	Ventas 2020	Rdo. Op.	Margen Op.	Rdo. Neto	Margen Neto	ROE	ROA	Razón Corriente	Ratio de Solvencia	EBIT/ Gastos por Int.
FDX	\$ 69.217	\$ 2.417	3,49%	\$ 1.286	1,86%	7,03%	3,29%	1,58x	3,02x	3,60x
UPS	\$ 84.628	\$ 7.684	9,08%	\$ 1.343	1,59%	200,75%	12,31%	1,19x	92,29x	10,96x
DHL	\$ 66.806	\$ 4.847	7,26%	\$ 2.979	4,46%	17,13%	8,76%	1,05x	2,37x	5,78x
XPO	\$ 16.252	\$ 391	2,41%	\$ 117	0,72%	4,11%	2,42%	1,04x	4,68x	1,20x

Fuente: Reportes anuales 2020 FedEx Corp., UPS, DHL y XPO Logistics

Lo principal a destacar de este cuadro radica en que en el caso de UPS el monto de patrimonio neto fue tan pequeño, que su ROE llega al 200%. Ya en el 2019 el patrimonio neto de dicha compañía era más bajo que el de sus competidores, por lo cual se asume como parte de la política de la empresa el tener un patrimonio neto menor a la competencia.

En general lo que se puede apreciar de dicha tabla es como UPS es la líder en ventas globales, seguida por DHL y en tercer lugar FedEx Corp. Al analizar sus márgenes operativos, el efecto de incluir las ventas del segundo semestre 2020 en los competidores y no en FedEx Corp. hace que haya ciertas diferencias (UPS y DHL rondan entre el 7 y el 9% del margen operativo, mientras que FedEx Corp. no supera el 4%).

Habiendo realizado dicho análisis financiero y teniendo ya toda la descripción del negocio, queda la etapa final del trabajo la cual consiste en poder realizar la valuación de la compañía por los dos métodos propuestos. Para ello lo que se hará a continuación es mostrar cómo se plantearon las proyecciones para los próximos cinco años. Estas proyecciones se harán sobre las ventas, los gastos operativos, las depreciaciones y amortizaciones, el Capex y el capital de trabajo.

Valuación de FedEx Corp. por Flujo de Fondos Descontados

La siguiente metodología por utilizar será valorar a la compañía FedEx Corp. vía la proyección de los flujos futuros de caja descontados. Este último en inglés se conoce como Discounted Cash Flows, o sus siglas en inglés DCF.

Esta metodología se basa en poder proyectar los flujos de caja libres de la compañía, para luego descontarlos a una tasa de descuento comúnmente conocida como WACC. En inglés el WACC

representa el Weighted Average Cost of Capital, o Costo Promedio Ponderado del Capital. Esta tasa de descuento deberá poder reflejar el riesgo que asumen los accionistas, y el peso del capital accionario en el financiamiento y el costo de la deuda de la compañía. De esta manera se logrará poder entender cuál es el valor presente de la misma. Para esto es también necesario plantear un valor terminal de la compañía, dado que se supone que la misma se mantendrá en operatividad pasados los cinco años de proyección. Este valor terminal también se descontará a la tasa de descuento que refleje el riesgo del negocio, y el tipo de financiamiento aplicado.

Algo muy importante para tener en cuenta en este tipo de valuación es que la misma sirve especialmente para empresas que tengan ya una historia y cierta estabilidad en el sector en el que se encuentran, dado que de esta manera su historial de ventas y su crecimiento a lo largo de los años nos permitirá poder estimar cuáles serán las ventas esperadas y cuál debería ser su estructura de costos futuros. Esto se puede realizar gracias a que se cuenta con los datos de su historia, las condiciones macroeconómicas de los países donde opera, y la industria en la cual forma parte.

Los flujos por utilizar serán los flujos de caja libre, es decir, los que quedan luego de pagar costos operativos, cubrir inversiones de capital, capital de trabajo e impuestos.

Para poder calcular el WACC, lo primero será poder encontrar el rendimiento esperado de un accionista por una inversión sin riesgo, tal como un bono del tesoro de los EE. UU. Vale aclarar que no se puede afirmar que exista una inversión sin riesgo, pero dado que lo que se busca es una inversión con el menor riesgo posible, lo más cercano a ello sería lo propuesto. Dicho esto, a la tasa en cuestión se le deberá agregar el riesgo asumido por operar en la industria del envío y delivery de paquetes.

Otros de los puntos que considera esta tasa de descuento son el peso y costo del fondeo de la compañía, el porcentaje de fondeo que se utiliza tomando deuda y la ponderación de la tasa exigida por los accionistas de FedEx Corp. Es muy importante el cálculo de esta tasa, dado que la misma será la que determine el descuento en los flujos de fondos esperados, siendo que, a mayor tasa, menor sea el flujo esperado en sí.

Factores que afectan el crecimiento de ventas

Uno de los desafíos más importantes que hay al momento de querer estimar el flujo de caja libre de la compañía es poder definir el nivel de actividad y ventas proyectadas. Es en base a estas estimaciones que se podrá realizar una estimación de los costos e inversiones que se asocien a estas proyecciones.

Lo siguiente será repasar cuales son las principales variables que podrían modificar las ventas de la compañía, y por último como es que se decidió proyectar las mismas para los próximos cinco años.

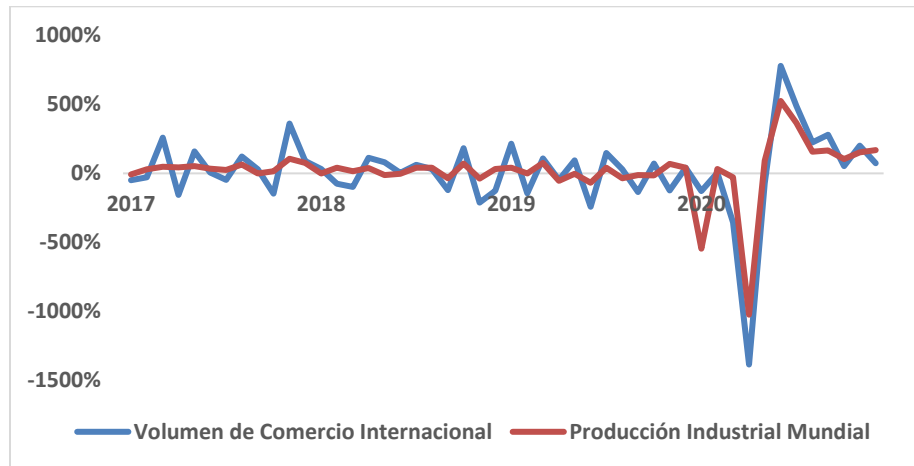
Comercio y producción internacional

Una de las principales condiciones que podría mejora o empeora el nivel de ventas de FedEx Corp. es el volumen total operado de intercambio de bienes a nivel mundial, visto y considerando que las operaciones de FedEx están en más de 220 países. Dependiendo del nivel de intercambio de bienes a nivel internacional, las expectativas de FedEx podrán mejorar o empeorar.

Sin ir más lejos, en los últimos años debido a diversas disputas comerciales entre países como EE. UU. y China, FedEx se vio fuertemente perjudicado teniendo que cambiar de estrategia, ajustando sus costos y enfocando sus esfuerzos en otros tipos de ventas.

En el siguiente gráfico podremos apreciar la evolución del comercio internacional y del nivel de producción industrial, ambos a nivel mundial, para el período enero 2017 hasta diciembre 2020. Allí se puede notar como ya en el año 2019 comienza a haber una leve reducción del nivel producido, y para comienzos del año 2020 (con el comienzo de la pandemia) ambos valores se reducen drásticamente, para luego comenzar a tener su correspondiente recuperación a medida que se fueran liberando las restricciones por el COVID-19.

Gráfico 21 – Evolución comercio y producción internacional



Fuente: Netherlands Bureau for Economics Policy Analysis and Haver Analytics

Esto repercute automáticamente en el nivel de ventas de FedEx Corp. dado que sus principales clientes internacionales disminuyen el nivel de pedidos de envío de bienes a través del mundo. Esto se ve principalmente en la cantidad de paquetes enviado en promedio por día en la unidad de negocio FedEx Express (tanto Domestic como International). La principal estrategia aplicada por la compañía para apalejar dicha caída fue mejorar los niveles de costos reduciendo personal, mejorando las condiciones de compra de combustible, cambiando sus aviones viejos por nuevos que disminuyan el consumo, enfocarse principalmente en ventas e-commerce, entre otros. También ayudó el incremento de ventas de FedEx Ground, aunque esto no fue una estrategia en sí de la compañía, sino más bien un efecto causado por las políticas de aislamiento preventivo en EE. UU.

Según la Netherlands Bureau for Economics Policy Analysis and Haver Analytics, organización que sigue el nivel del comercio internacional de manera mensual, muestra como en los últimos meses del 2020 el nivel de intercambio de bienes mundial viene incrementándose mes a mes desde la fuerte caída que tuvo en marzo 2020 debido a las restricciones aplicadas por el COVID-19. Ya a partir de junio 2020 la recuperación comenzó a darse en todo el mundo, manteniendo un recupero constante mes a mes, aunque remarcando que los incrementos de transaccionalidad vienen siendo positivos pero cada vez menores. Para dar un ejemplo, entre julio y junio del 2020 el recupero de intercambio económico mundial fue del +4,9%, de agosto a julio del +2,2%, y de diciembre a noviembre 2020 fue tan solo del +0,7%. Estas son buenas noticias para la compañía dado que es crucial el incremento de operatoria con el fin de que mantenga buenos niveles de venta.

A pesar de que este factor es importante para la compañía, se considera que no es el único que podría influenciar en las futuras ventas. Otro de los grandes factores es el crecimiento del e-commerce. Por ese motivo, a continuación, se detallará la evolución de este en sus últimos años.

E-commerce

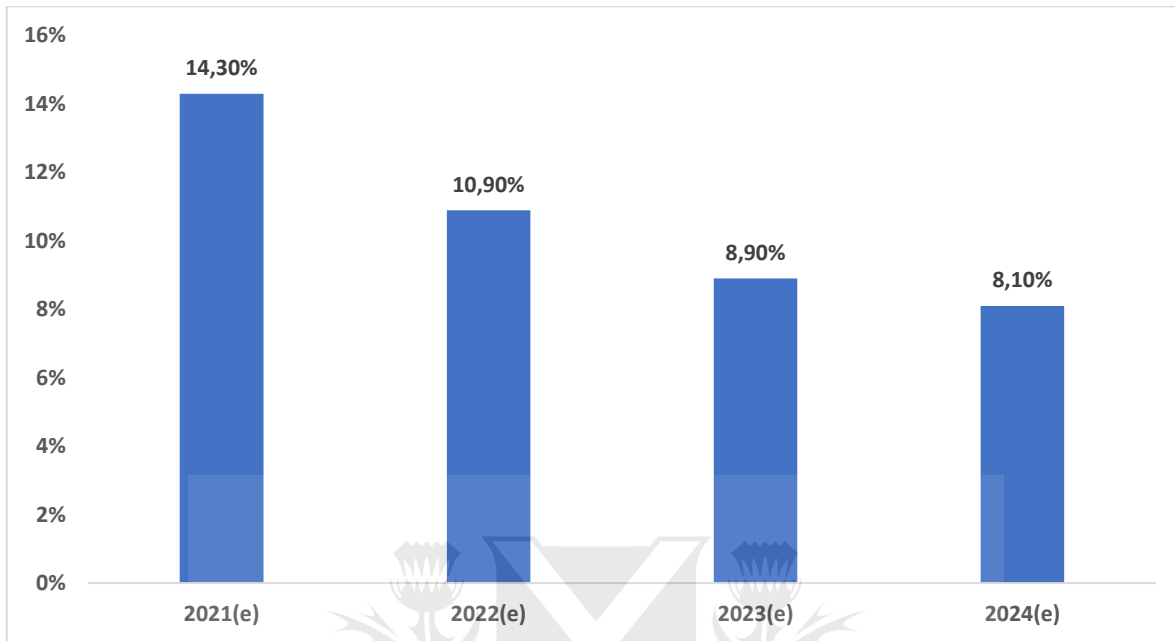
FedEx Corp. decidió hace ya algunos años que uno de los principales motores estratégicos sea poder desarrollar un canal de ventas electrónico de vanguardia, con el fin de llegar a ser el número uno a nivel mundial en este tipo de ventas.

En los últimos años este segmento viene creciendo año tras año. Al analizar el negocio del e-commerce y su impacto a nivel mundial en todas las industrias vemos que a comienzos de 2017 equivalían a un 7,5% del total de las ventas mundiales, mientras que para comienzos del 2020 pasaron a representar aproximadamente el 20% del total de las ventas en general. Claramente el efecto de la pandemia hizo que en ese último año la aceleración se diera de una manera mucho más marcada que en años anteriores, aunque es interesante remarcar que la tendencia alcista ya se venía generando antes de que se descubriera el COVID-19.

Al analizar la evolución del e-commerce de manera geográfica vemos que la región con mayor crecimiento en los últimos años fue Latinoamérica, con un crecimiento del 36,7%. En segundo lugar, se encuentra Norteamérica con un crecimiento del 31,8%, Europa del Este y Europa Central 29,1%, Asia (pacífico) 26,4%, Europa Oeste 26,3% y por último Asia centro-este y África 19,8%. A nivel mundial el crecimiento total fue de un 27,6%. En cuanto a los sectores que más crecieron en utilizar el e-commerce como uno de sus principales medios de venta se destacan la venta retail sin local, la cual, por cuestiones obvias sumado a los efectos de la pandemia, tuvo un crecimiento del 77,7%. En segundo lugar, se encuentra el sector textil y en tercer lugar vestimentas y locales de calzado con un crecimiento en e-commerce del 30,9%.

En cuanto a las expectativas de crecimiento futuro de este mercado, eMarketer's espera que para los próximos años (2021 a 2024) el total de ventas vaya incrementando a un ritmo más lento. Para el 2021 espera un crecimiento porcentual de e-commerce del 14,3%, seguido del 10,9% para el 2022, 8,9% para el 2023 y 8,1% para el 2024. Esto se puede apreciar en el siguiente gráfico.

Gráfico 22 – Expectativas de crecimiento e-commerce



Fuente: oberlo.com/statistics/global-ecommerce-sales-growth

Lo más importante para tener en cuenta con respecto al e-commerce, y como este puede afectar las ventas de la compañía, es ver como cada vez es de mayor relevancia la experiencia del cliente al momento de realizar la compra del servicio a través de su celular o computadora. Una fuerte inversión en tecnología podría lograr mejorar esa experiencia, haciendo al servicio de FedEx como uno diferencial entre el resto de sus competidores. La fuerte suba de ventas de FedEx Ground en este último año también hizo resaltar en la compañía la necesidad de seguir incorporando valor tecnológico de impacto en el negocio.

Otro de los factores que puede afectar el total de ventas de la compañía es la macroeconomía mundial, visto y considerando que las ventas de FedEx Corp. se conectan con más de 220 países. Dicho esto, a continuación, se hará un breve análisis sobre las expectativas del PBI Real para diversas regiones del mundo.

Macroeconomía mundial

El nivel de crecimiento o decrecimiento proyectado del PBI mundial puede ser un excelente indicador del nivel de intercambio de bienes, algo que impacta directamente en las ventas de FedEx

Corp. El producto bruto interno mide el valor final de los bienes y servicios producidos durante un año en el mundo. Si este valor se incrementara, esto implicaría una mayor producción de bienes y servicios en el mundo, lo cual debería reflejarse en un mayor intercambio de bienes y servicios a nivel mundial. Esto último debería ser de impacto en las ventas de la compañía.

Según el FMI (Fondo Monetario Internacional) las expectativas de crecimiento global hasta el 2025 serán del 6% para el 2021, 4,4% para el 2022, 3,5% para el 2023, 3,4% para el 2024 y del 3,3% para el 2025. Para los países desarrollados (G7) las expectativas son un crecimiento del 5,4% para el 2021, 3,6% para el 2022, 1,5% para el 2023, 1,4% para el 2024 y 1,4% para el 2025. Para los países emergentes y economías en desarrollo, 2021 un 6,7%, 2022 un 5%, 2023 un 4,7% 2024 un 4,6% y 2025 un 4,5%.

Claramente las expectativas son de crecimiento para los próximos años, siendo este más marcado para los países emergentes que para las economías ya desarrolladas. Esto último tiene lógica considerando que la caída del producto en el 2020 afectó en mayor medida a las economías en desarrollo, las cuales no tenían las condiciones dadas para afrontar tan repentinamente todos los ajustes necesarios para evitar un colapso en su sistema sanitario y económico. Esta fuerte caída, más el efecto de la vacunación en el mundo, llevarían a que tengan un recupero tan fuerte como lo fue su caída.

Habiendo detallado los principales factores que podrían mejorar o empeorar las ventas de la compañía, se pasa a detallar como fueron elaboradas sus proyecciones.

Proyección de ventas futuras

Como se dijo al comienzo de este trabajo, los dos principales indicadores que muestran la evolución de las ventas pasadas de la compañía son la cantidad de paquetes enviados en promedio diario por unidad de negocio, y el total de ingresos por paquete promedio diario por unidad de negocio. Claro está que estas dos variables se encuentran afectadas tanto por la producción e intercambio mundial de bienes, las expectativas de la macroeconomía mundial, y la evolución del e-commerce.

Al tener los datos históricos de la cantidad de paquetes enviados por día por unidad de negocio, y el total de ingresos generados por cada paquete enviado en promedio por día, lo que se decidió realizar fue lo siguiente. Por un lado, se proyectaron los ingresos generados por unidad de negocio

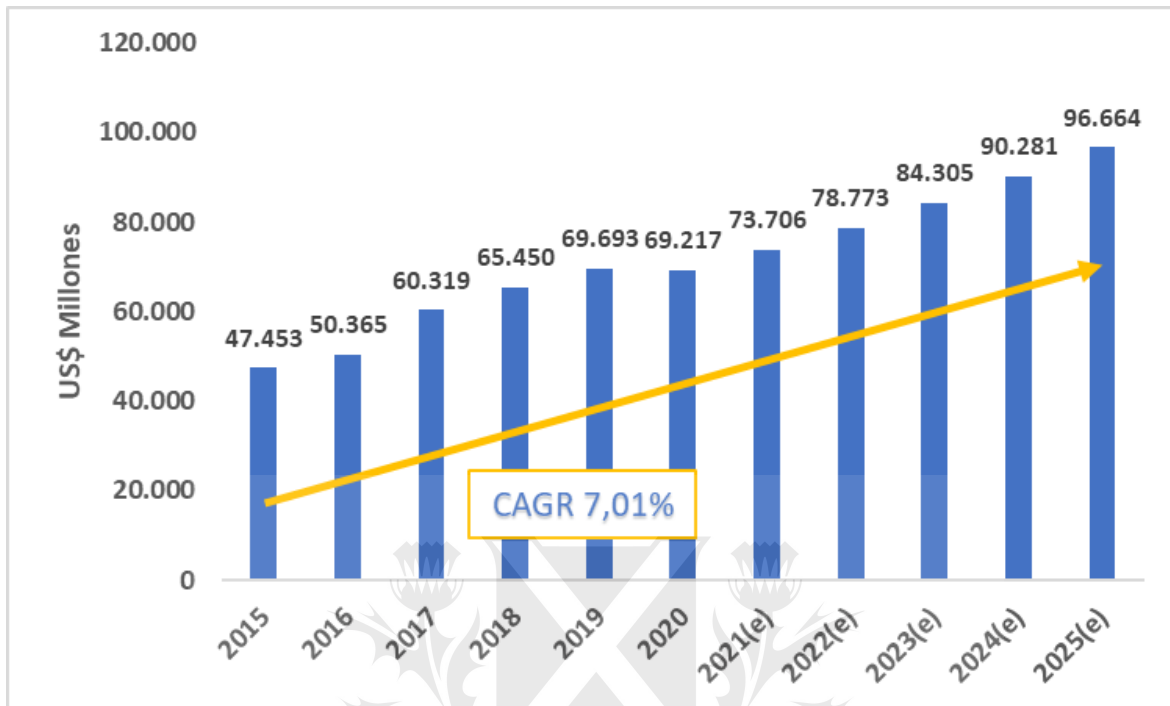
promedio diario del 2020 contra las expectativas de inflación del 2021. Esto se hizo por unidad de negocio, y a cada unidad de negocio se le aplicó la tasa de inflación esperada en base a la región en la que opera. En el caso de FedEx Express Domestic, se aplicó la de EE. UU. Lo mismo para FedEx Ground y FedEx Freight (tanto en Priority como en Economy). En el caso de FedEx Express International (tanto Domestic como Export) se aplicó la tasa de inflación esperada para la unión europea en el 2021. Esto mismo se hizo con los resultados del 2021 obtenidos, aplicando la tasa de inflación esperada para el 2022. Así sucesivamente hasta llegar al nivel de ingreso promedio diario por unidad de negocio en el 2025, ajustado por inflación.

Con respecto a la cantidad de paquetes enviados en promedio diario, al no tener una tasas de crecimiento esperada, lo que se hizo fue analizar cuál fue el CAGR de cada unidad de negocio con respecto a la cantidad de paquetes enviados por día entre los años 2019 y 2017. No se tuvo en cuenta ni el 2020 ni el 2016 dado que ambos años contienen sucesos que distorsionan el comportamiento histórico de la compañía y de sus unidades de negocio. El resultado dio un CAGR del 3,16% para FedEx Express Domestic, 0,96% para FedEx Express International Domestic, 2,5% para FedEx Express International Export, 6,48% para FedEx Ground, 5,38% para FedEx Freight Priority y 5,19% para FedEx Freight Economy. Estas tasas de crecimiento se aplicaron en todos los años, tomando como base la cantidad de paquetes enviados de manera diaria por unidad de negocio del 2020, hasta llegar al 2025.

Una vez obtenidos los niveles de ingreso por paquete promedio diario para los años proyectados por cada unidad de negocio, y la cantidad de paquetes enviados por día por cada unidad de negocio, lo que se realizó fue multiplicar los ingresos contra las cantidades. Con dicha operación se logra obtener el nivel de ingresos diarios por unidad de negocio para cada año. Por último, se multiplica ese monto por la cantidad de días al año, y se suma el total de cada una de las unidades de negocio.

El resultado final es un CAGR del 7,01% entre el 2025 y el 2021 en el total de ventas proyectadas, y un crecimiento anual promedio de 6,91%. A continuación, se podrán apreciar dichos valores en el siguiente gráfico.

Gráfico 23 – Proyección de ventas



Habiendo realizado las proyecciones en ventas para los próximos cinco años, queda pendiente realizar un trabajo similar con el resto de las variables que componen el flujo de fondos libre de caja. A continuación, se mostrarán las proyecciones del margen operativo de la compañía para los próximos años.

Proyección del margen operativo

El margen operativo de FedEx Corp. históricamente siempre representó un porcentaje pequeño del total de las ventas. Esto suele ser normal en empresas de esta industria, y FedEx Corp. no es la excepción. Al ver sus últimos años, la compañía tuvo un margen operativo que rondó entre el 6% y el 8%, por ende, se tomó como margen proyectado para el escenario base un 7% entre las ventas proyectadas y los gastos operativos proyectados.

Con respecto a los gastos operativos, estos históricamente representaron entre un 92% y un 94% del total de ventas, por ende, para los años proyectados se tomó un 93% para todos los años proyectados, con respecto a las ventas proyectadas. El 93% equivale al promedio de la relación entre las ventas y los gastos operativos históricos del 2017 al 2019. Nuevamente se están dejando fuera

de dicho cálculo a los años 2016 y 2020 dado que los mismos contienen sucesos que distorsionan los resultados finales.

Habiendo ya proyectado las ventas, los gastos y su correspondiente margen operativo, avanzamos hacia los gastos en capital generados por la compañía, y cuáles serán sus futuras proyecciones.

Proyección del gasto en capital (Capex)

Lo primero que se realizó para poder proyectar este rubro fue mirar como evolucionó en sus últimos años, y como se comportaron al compararlo contra las ventas de dichos años.

El resultado muestra que en general los gastos en capital de la compañía rondan entre un 7,5% y un 9,5% anual con respecto a sus ventas.

En base a dicho análisis, y teniendo ya las ventas para los próximos años proyectadas, se decidió tomar el valor promedio histórico del 2019 al 2017 de los gastos en capital para poder proyectar el resto de los años. Dicho valor es de un 8,34% contra ventas, y es el utilizado para todos los años proyectados.

Avanzando con la formación del flujo de fondos libre de caja proyectado, el siguiente rubro a proyectar es el capital de trabajo.

Capital de trabajo

Para proyectar el capital de trabajo y sus futuras necesidades, se analizaron las cuentas que conforman el capital de trabajo operativo (cuentas por cobrar menos cuentas por pagar), y cuál es el peso que estas tienen sobre el total de ventas para los últimos cinco años.

Lo que nos muestra este análisis es que históricamente el capital de trabajo de la compañía representa aproximadamente entre un 8% y un 10% del total de las ventas.

Para conseguir el porcentaje que servirá para proyectar el capital de trabajo futuro se hizo el promedio histórico de la relación entre el capital de trabajo y las ventas entre los años 2019 y 2017. El valor obtenido fue de 8,39%, y es el que se aplicó para el capital de trabajo proyectado hasta el 2025.

Por último, se pasará a detallar como se realizaron las proyecciones en depreciaciones y amortizaciones, las cuales a diferencia de los casos anteriores no se encuentra relacionada con las ventas proyectadas, sino con los activos fijos brutos de la compañía, los cuales también deberán ser proyectados hasta el 2025.

Depreciaciones y amortizaciones

Las depreciaciones y amortizaciones, como se explica en el párrafo anterior, se encuentran relacionadas al total de activos fijos brutos de la compañía. Estos activos fijos brutos son la suma de todos los activos no corrientes tales como aviones y equipamiento relacionado, equipo de manejo de paquetes y soporte terrestre, tecnología en informática, vehículos y trailers, y por último instalaciones y otros.

Para poder calcular los activos fijos brutos proyectados para los próximos años, lo que se realizó fue sumar el valor de activos fijos brutos del 2020 con el total de gastos en capital del 2021. Esto mismo se hizo con el valor obtenido en 2021 y el gasto en capital proyectado para el 2022, hasta lograr obtener el total de activos fijos brutos proyectados al 2025.

Habiendo dicho esto, y teniendo ya los activos fijos brutos proyectados para los próximos años, se pasa a proyectar el total de depreciaciones y amortizaciones de cada año. Nuevamente se mira la relación histórica entre las depreciaciones y amortizaciones de años anteriores, contra el total de activos fijos brutos de dichos años. En general dicha relación mantiene un valor de entre 5,6% y 5,9% del total de los activos fijos brutos. En este caso, al igual que en el resto de las proyecciones, se tomó como porcentaje de proyección el promedio del 2017 al 2019 de la relación entre las depreciaciones y amortizaciones contra los activos fijos brutos históricos.

Con todas estas variables proyectadas, se logra obtener un flujo de caja libre de fondos para los años 2021 a 2025.

Teniendo estas proyecciones, lo próximo a realizar es buscar obtener el valor terminal de la compañía, lo cual se detallará en la próxima sección.

Valor a perpetuidad

Para calcular los flujos de fondo a partir del año 2025, se utilizó el modelo de crecimiento de Gordon (del inglés Gordon Growth Model), que asume crecimiento perpetuo de los flujos de fondos libres a una tasa constante. Considerando que la compañía opera a nivel internacional en más de 220 países, lo que se decidió fue buscar la estimación del PBI real proyectado para el 2025 tanto en Norteamérica como en Europa. También se buscó la inflación proyectada para el 2025 en dichas regiones. Se eligen estas dos regiones en particular dado que son las que históricamente representan la mayor parte del total de ventas de la compañía. Sus proyecciones son las siguientes:

- PBI real proyectado para Norteamérica en el 2025: 1,60%
- Inflación proyectada para Norteamérica en el 2025: 2,40%
- PBI real proyectado para Europa en el 2025: 1,70%
- Inflación proyectada para Europa en el 2025: 2,20%

Realizando la conversión entre tasas reales y nominales de dichos valores se llega a que el crecimiento esperado de Norteamérica para el 2025 es del 4,04%, mientras que para Europa es de un 3,94%. Considerando que un 70% de las ventas de la compañía se generan en Norteamérica, y el otro 30% a nivel internacional, se aplica estos ponderados entre ambos resultados y la suma de estos da un crecimiento esperado total del 4,01%.

Para el caso particular de FedEx Corp., sabiendo que su participación de mercado siempre ha sido estable a lo largo de los años, se va a considerar que el crecimiento esperado de la compañía para dicho año sea también del 4,01%.

Una vez que se obtienen estos valores, lo realizado fue obtener la diferencia entre dicha tasa de crecimiento y la tasa WACC (la cual describiré más adelante como se obtiene) brindando una tasa del 3,54%. Por otro lado, se actualizó el valor del flujo de fondos al año 2025 contra la tasa de crecimiento esperada del 4,01%, dando un resultado final de US\$ 2,5 mil millones. Al realizar el cociente de dicho valor por 3,54% se termina obteniendo el valor de perpetuidad de US\$ 62,8 mil millones el cual luego se utilizará para determinar el valor esperado de la acción de FedEx.

Habiendo ya obtenido el valor a perpetuidad y los flujos de fondo libres de caja proyectados a futuro, se pasará a detallar como se obtuvo la tasa de descuento o WACC.

Tasa de descuento (WACC)

La tasa de descuento aplicada, más conocida como el costo promedio ponderado del capital (del inglés Weighted Average Cost of Capital, WACC) se utilizará para poder traer al valor presente tanto los flujos de fondos proyectados, como el valor terminal de la compañía.

Para poder obtener dicha tasa primero se debe obtener el costo de capital propio (K_e) el cual sirve para obtener el costo mediante el cual incurre la compañía para poder financiar sus proyectos de inversión.

Dicha tasa surge de combinar los siguientes valores:

- Rendimiento de mercado (R_m) = 9,56%
- Tasa libre de riesgo (R_f) = 0,65%
- Beta (BI) = 1,226

- $$k_e = R_f + BI (R_m - R_f)$$

El resultado final es un costo de capital propio (K_e) del 11,58%.

A continuación, se detallarán como se obtuvieron los componentes utilizados en la construcción del costo del capital propio, y en base a ello, como se llega al valor del WACC.

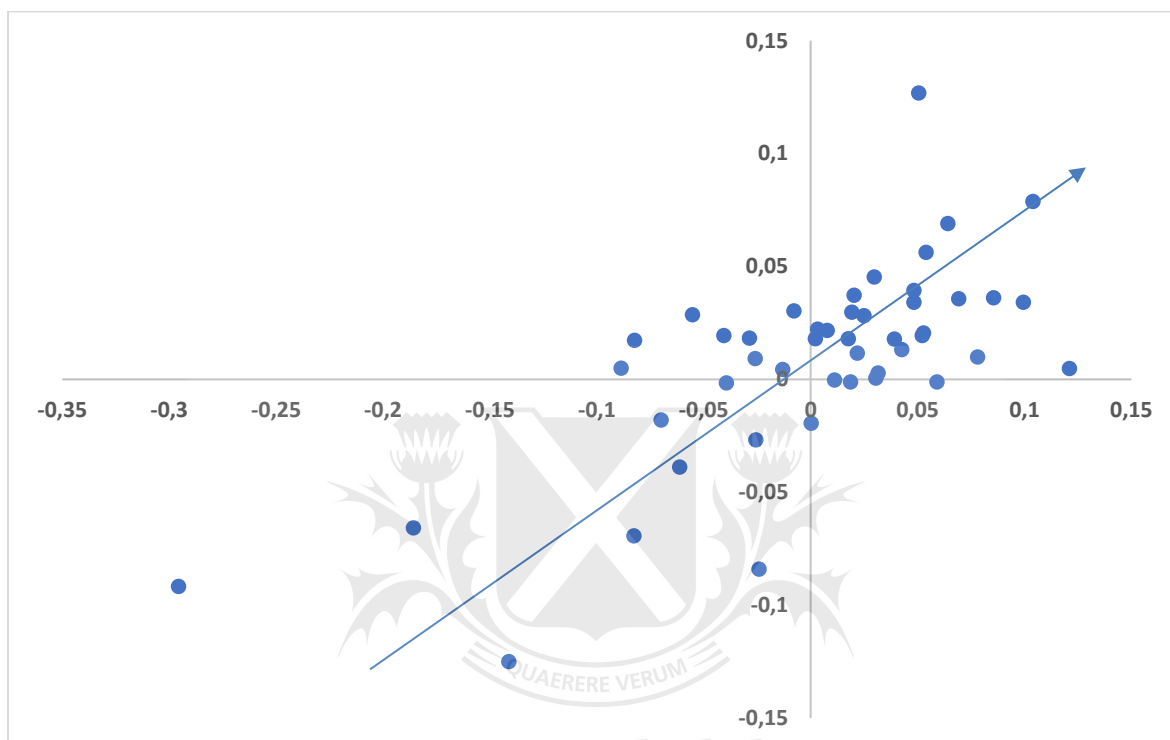
Costo de capital propio

Para estimar el costo de capital propio, se utilizó el modelo de valoración de activos financieros (del inglés Capital Asset Pricing Model, o CAPM). El costo resultante fue de 11,58% considerando lo siguiente:

- Tasa libre de riesgo (R_f): se utilizó como referencia el rendimiento del bono del Tesoro de EE. UU. a diez años al 31 de mayo del 2020, dando un valor final de 0,65%.
- Rendimiento de Mercado (R_m): Surge como el promedio geométrico de los retornos anuales del S&P 500 entre los años 1928 y 2020. El resultado es de un 9,56%.
- Beta (BI): El cálculo se realizó en función de los datos históricos de rendimientos mensuales del índice S&P500 y de FedEx Corp. durante los últimos cinco años, dando como resultado una Beta con coeficiente del 1,226.

A continuación, se puede apreciar en el siguiente gráfico la regresión de los rendimientos semanales de ambas variables, y su nivel de correlación.

Gráfico 24 – Beta cinco años variación mensual



Con los resultados obtenidos se analiza lo siguiente:

- Al obtener una Beta del 1,226 podríamos notar que el valor es superior a uno, indicando que la acción de FedEx Corp. posee una mayor variabilidad que la del índice al que se lo compara, demostrando que dicha acción posee un riesgo mayor que la del mercado.
- El R cuadrado obtenido es de 0,479 lo cual nos indica que solo el 47% de los movimientos de la acción de FedEx Corp. se explican por el movimiento del índice.
- El Intervalo de confianza se encuentra entre 0,85 y 1,61, lo cual resulta representativo.

Gráfico 25 – Regresión beta cinco años variación mensual

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,700820074
Coefficiente de determinación R ²	0,491148777
R ² ajustado	0,479583976
Error típico	0,055459022
Observaciones	46

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,130622905	0,130622905	42,46928216	5,85913E-08
Residuos	44	0,135330939	0,003075703		
Total	45	0,265953844			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,0096904	0,008319242	-1,164817666	0,250369349	-0,026456729	0,00707593	-0,026456729	0,00707593
	0,045281775	1,233033291	6,516846028	5,85913E-08	0,851711513	1,614355069	0,851711513	1,614355069

Habiendo ya obtenido el costo propio del capital y sus correspondientes variables, estaría faltando explicar cómo se obtuvo el valor de la tasa de descuento o WACC.

Lo primero que se realizó fue obtener la capitalización de mercado de la compañía, o Market Cap, al 31 de mayo del 2020. Para dicha fecha la cotización de la acción de FedEx Corp. en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) era de US\$ 128,94 con un total de 261,95 millones de acciones emitidas, resultando en una capitalización de mercado de US\$ 33,7 mil millones.

La segunda variable necesaria para obtener el valor de la tasa de descuento es saber cuál es el costo de la deuda de la compañía (K_d). Este costo indica que tasa debe afrontar la empresa al momento de acceder a créditos ya sea en forma de préstamos o emisión de deuda. En este caso para poder obtener dicho costo lo que se realizó fue obtener la Yield To Maturity (YTM), o rendimiento al vencimiento, de los bonos corporativos emitidos por FedEx Corp. El bono corporativo buscado fue uno con vencimiento al 2048, el cual trae una YTM del 3,34%.

Teniendo el total de la deuda de la compañía, su capitalización de mercado, su costo de capital propio, y su costo de deuda, se obtiene el valor de la tasa de descuento o WACC a través de la siguiente fórmula.

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d(1 - T) \frac{D}{E + D}$$

Donde los valores de dichas variables son:

- $K_e = 11,58\%$
- $E = \text{US\$ } 33,7 \text{ mil millones}$

- D = US\$ 21,9 mil millones
- Kd = 3,34%
- T = 21%
- WACC = 8,06%

Finalmente, teniendo tanto los flujos de fondo y el valor terminal ambos descontados a la misma tasa de descuento, se puede obtener el valor estimado de la acción de FedEx Corp. con el fin de compararla con el verdadero valor que tenía a la fecha de cierre de su último ejercicio. A continuación, se podrán apreciar dichos resultados para los tres escenarios posibles.

Resultado de la valuación

Ya con toda la información provista y sus correspondientes resultados, finalmente se logra llegar a un valor de la acción de FedEx Corp. el cual se podrá apreciar en la siguiente tabla.

Tabla 21 – Valuación escenario base

Perpetuidad	\$	62.855
VA Perpetuidad	\$	42.669
VA DCF	\$	8.795
VA Perpetuidad	\$	42.669
Enterprise Value	\$	51.464
Caja	\$	4.881
Deuda	\$	21.952
Equity	\$	34.393
Cantidad de acciones		261,95
Precio de la acción al 31/05	\$	131,30
Precio al 31/05/2020	\$	128,94

Analizando los resultados y acorde a las proyecciones realizadas para el escenario base, el valor de la acción de FedEx Corp. debería ser de US\$ 131,30 al 31/05/2020 cuando en realidad fue de US\$ 128,94. Lo que esto nos podría estar indicando es que las expectativas de rentabilidad y crecimiento reflejadas en el precio de mercado eran levemente menos optimistas que las obtenidas en este trabajo.

Habiendo realizado esto último, aún resta poder ver cuál es el efecto del valor de la acción cuando se modifican ciertas condiciones en las proyecciones obtenidas. Este trabajo de sensibilidad es el que se detallará a continuación.

Análisis de sensibilidad

Habiendo ya presentado las proyecciones, tasas de descuento y resultados finales en el escenario base, queda aún pendiente realizar un trabajo de sensibilización sobre las variables proyectadas. La idea de este proceso es poder ver cómo reacciona el valor de la acción en caso de que sus proyecciones se vieran perjudicadas (para bien como para mal).

Las variables que se sensibilizaron en los escenarios optimista y pesimista fueron las siguientes.

Escenario optimista:

- Incremento del 1% sobre el margen operativo de la compañía

Escenario pesimista:

- Decremento del 1% sobre el margen operativo de la compañía

En el caso del escenario optimista, sus resultados fueron los siguientes.

Tabla 22 – Valuación escenario optimista

Perpetuidad	\$	83.071
VA Perpetuidad	\$	56.392
VA DCF	\$	11.506
VA Perpetuidad	\$	56.392
Enterprise Value	\$	67.898
Caja	\$	4.881
Deuda	\$	21.952
Equity	\$	50.827
Cantidad de acciones		261,95
Precio de la acción al 31/05	\$	194,03
Precio al 31/05/2020	\$	128,94

Aquí se puede apreciar como un ligero cambio del margen operativo de la compañía puede hacer variar el valor de la acción. Esto lo que nos demuestra es que tan importante resulta ser el margen operativo de la compañía, el cual si se mueve un 1% de manera positiva o negativa hace que el valor de la acción cambie para bien o para mal. Viendo lo sucedido en el 2020 con respecto a las ventas de cada una de las unidades de negocio, resulta aún más crucial remarcar como una caída de ventas de su principal unidad de negocio generadora de ingresos (FedEx Express), precisa de un incremento mucho mayor de ventas en el resto de las unidades de negocio, con el objetivo de mantener dicho margen.

A continuación, veremos qué resultados trae el escenario pesimista en base a las condiciones descriptas.

Tabla 23 – Valuación escenario pesimista

Perpetuidad	\$	43.822
VA Perpetuidad	\$	29.748
VA DCF	\$	6.223
VA Perpetuidad	\$	29.748
Enterprise Value	\$	35.971
Caja	\$	4.881
Deuda	\$	21.952
Equity	\$	18.900
Cantidad de acciones		261,95
Precio de la acción al 31/05	\$	72,15
Precio al 31/05/2020	\$	128,94

Aquí se puede apreciar el efecto contrario al del escenario optimista. Una caída del 1% en su margen operativo hace que el valor de la acción caiga respecto a su valor real. Nuevamente lo que esto demuestra es el nivel de importancia que tiene el resultado y margen operativo en esta compañía.

Habiendo realizado ya la valuación de flujo de fondos descontados, y teniendo sus respectivos escenarios y resultados, se pasará a realizar el otro método de valuación mediante múltiplos comparables.

Valuación por Múltiplos Comparables

Otro de los métodos de valuación de una compañía es la valuación por múltiplos comparables. Este método posee un enfoque distinto, donde a través de distintos múltiplos de empresas comparables se intenta probar los resultados obtenidos en la valuación por flujo de fondos descontados.

Para poder realizar esta valuación se tuvo que tomar empresas comparables del mismo rubro que FedEx Corp. Estas compañías son las siguientes:

United Parcel Service (UPS), Deutsche Post AG (DHL), XPO Logistics (XPO), ZTO Express (ZTO) y Expeditors International of Washington Inc. (EXPD). Sabiendo ya las compañías mediante las cuales vamos a estar comparando a FedEx Corp. se pasarán a detallar sus múltiplos y los resultados obtenidos.

En los siguientes cuadros se podrán apreciar los múltiplos de las compañías en cuestión para el 2019. El motivo por el cual se muestran los múltiplos del 2019 y no los del 2020 es porque en dicho año suceden eventos extraordinarios como el COVID-19, y resulta más justo poder realizar este tipo de valuación tomando valores contables de un año sin grandes sucesos inesperados.

Habiendo dicho esto, en la tabla siguiente se podrán ver los principales múltiplos de las compañías competidoras elegidas para la valuación según sus reportes anuales del 2019.

Tabla 24 – Múltiplos competidores 2019

	EV/EBITDA	Margen EBITDA	ROA	ROE	CAGR Ventas Últ. 5 años
UPS	12,14	13,71%	13,48%	135,24%	6,15%
DHL	6,98	11,85%	7,91%	16,45%	10,87%
XPO	10,19	9,37%	5,81%	15,19%	21,57%
ZTO	15,53	35,67%	14,43%	15%	36,46%
EXPD	15,10	10,00%	20,78%	26,95%	31,41%
Mediana	12,14	11,85%	13,48%	16,45%	21,57%
FDX	7,08	11,22%	8,21%	3,04%	10,09%

Fuente: Reportes Anuales 2019

De la tabla anterior lo que se destaca es como en cuanto al EV/EBITDA tanto FedEx como DHL poseen un nivel inferior al resto de sus competidores. En cuanto al margen del EBITDA, todas las compañías se encuentran en valores parecidos a la mediana (a excepción de ZTO). En cuanto al ROA, la mediana es de 13,48% aunque si se analizan caso por caso se puede apreciar como FedEx, DHL y XPO tienen un ROA inferior al resto. En el caso del ROE, aquí nuevamente es UPS quien genera cierta distorsión a la mediana por su alto valor, el cual se encuentra relacionado a su política de bajo nivel de patrimonio neto (Se repiten valores similares en el 2020). Por último, el CAGR de ventas de los últimos cinco años muestran un nivel de crecimiento más bajo para las empresas más consolidadas (UPS, FDX y DHL), mientras que las empresas más pequeñas de este comparativo traen un nivel de crecimiento en ventas más elevado.

Si se toma en cuenta el nivel de ventas, y el total de activos de cada compañía, se nota claramente una diferencia entre estas empresas. El grupo con mayor cantidad de ingresos por año, y mayor cantidad de activos totales son las empresas FedEx, UPS y DHL. Esto hace que sea necesario hacer este mismo análisis tomando en cuenta solamente a estas tres compañías. A continuación, la tabla siguiente muestra dichos múltiplos y su respectiva mediana.

Tabla 25 – Múltiplos UPS, DHL y FDX 2019

	EV/EBITDA	Margen EBITDA	ROA	ROE	CAGR Ventas Últ. 5 años	Ventas 2019	Activos Totales
UPS	12,14	13,71%	13,48%	135,24%	6,15%	\$ 74.094	\$ 57.857
DHL	6,98	11,85%	7,91%	16,45%	10,87%	\$ 73.928	\$ 58.497
Mediana	9,56	12,78%	10,70%	75,85%	8,51%	\$ 74.011	\$ 58.177
FDX	7,08	11,22%	8,21%	3,04%	10,09%	\$ 69.693	\$ 54.403

Fuente: Reportes Anuales 2019

Como se puede apreciar en la tabla, la mediana del EV/EBITDA cae con respecto a los resultados anteriores. De todas formas, es interesante ver como UPS sigue siendo la de mayor EV/EBITDA y mayor Margen EBITDA.

Por lo visto la compañía que más se asemeja a los valores que posee FedEx Corp. es DHL dado que comparten un nivel de EV/EBITDA similar. Su principal diferencia radica en el ROE, donde nuevamente se debe tener en cuenta que FedEx cierra sus balances al 31/05/2019, y que en el 2019 la compañía realizó un extraordinario pago de planes de retiro para sus empleados, reduciendo el resultado neto.

Para cerrar la valuación por múltiplos comparables se decidió realizar un análisis de sensibilidad tomando el valor del EBITDA con intervalos del 5% tanto de incremento como de decrecimiento. De esta manera, al restarle al valor del Equity la deuda neta y dividirlo el total de acciones emitidas, se llega al precio de la acción de FedEx. Se debe tener en cuenta que los rangos elegidos para este análisis coinciden con la mediana del EV/EBITDA resuelto en las tablas anteriores.

Tabla 26 – Análisis de sensibilidad UPS DHL FDX 2019

EBITDA	EV/EBITDA				
	7,5	8,25	9	9,75	10,5
5.444	40.829	44.912	48.995	53.078	57.161
5.730	42.978	47.276	51.574	55.871	60.169
7.819	58.643	64.507	70.371	76.235	82.100
6.334	47.502	52.252	57.002	61.753	66.503
6.650	49.877	54.865	59.853	64.840	69.828

EBITDA	Valuación del equity				
	7,5	8,25	9	9,75	10,5
5.444	25.567	29.650	33.733	37.816	41.899
5.730	27.716	32.014	36.312	40.609	44.907
7.819	43.381	49.245	55.109	60.973	66.838
6.334	32.240	36.990	41.740	46.491	51.241
6.650	34.615	39.603	44.591	49.578	54.566

EBITDA	Sensibilidad del precio de la acción				
	7,5	8,25	9	9,75	10,5
5.444	98,34	114,04	129,74	145,45	161,15
5.730	106,60	123,13	139,66	156,19	172,72
7.819	166,85	189,40	211,96	234,51	257,07
6.334	124,00	142,27	160,54	178,81	197,08
6.650	133,14	152,32	171,50	190,69	209,87

Lo primero a destacar de esta última tabla es como el rango de valores del EV/EBITDA es menor, al tener una mediana más baja en el 2019 y solo considerando las tres principales compañías de la industria. Sus resultados traen un Enterprise Value que varía entre US\$ 64 mil y US\$ 76 mil millones, Equity entre US\$ 49 mil y US\$ 60 mil millones, y un valor de la acción entre US\$ 189 y US\$ 234. El

valor de la acción al 31/05/2019 de FedEx Corp. era de US\$ 154,28. Es decir que los valores obtenidos traen un resultado mayor al valor real de la acción a dicha fecha.

Por último, se muestran los resultados obtenidos realizando el análisis de sensibilidad teniendo en cuenta a todo el conjunto de compañías comparables.

Tabla 27 – Análisis de sensibilidad UPS DHL XPO ZTO EXPD 2019

EBITDA	EV/EBITDA				
	10	10,75	11,5	12,25	13
5.444	54.439	58.522	62.605	66.688	70.770
5.730	57.304	61.602	65.900	70.197	74.495
7.819	78.190	84.054	89.919	95.783	101.647
6.334	63.336	68.086	72.836	77.587	82.337
6.650	66.503	71.491	76.478	81.466	86.454

EBITDA	Valuación del equity				
	10	10,75	11,5	12,25	13
5.444	39.177	43.260	47.343	51.426	55.508
5.730	42.042	46.340	50.638	54.935	59.233
7.819	62.928	68.792	74.657	80.521	86.385
6.334	48.074	52.824	57.574	62.325	67.075
6.650	51.241	56.229	61.216	66.204	71.192

EBITDA	Sensibilidad del precio de la acción				
	10	10,75	11,5	12,25	13
5.444	150,68	166,38	182,09	197,79	213,49
5.730	161,70	178,23	194,76	211,29	227,82
7.819	242,03	264,59	287,14	309,70	332,25
6.334	184,90	203,17	221,44	239,71	257,98
6.650	197,08	216,26	235,45	254,63	273,81

En este caso, al incluir a todas las empresas, la mediana del EV/EBITDA es mayor, haciendo que los rangos utilizados también lo sean. El resultado final muestra un Enterprise Value entre los US\$ 84

mil y US\$ 95 mil millones, Equity entre US\$ 68 mil y US\$ 80 mil millones, y un valor de la acción entre US\$ 264 y US\$ 309.

En conclusión, lo que se puede apreciar es que los ratios y múltiplos de FedEx Corp, tanto en el 2019 como en el 2020, son menores a los de sus competidores. Esto es así tanto si se considera solamente a sus dos principales competidores (UPS y DHL), como si se tiene en cuenta al resto de los competidores de menor tamaño (XPO, ZTO y EXPD). La única compañía competidora que comparte ratios similares a los de FedEx Corp. es DHL. El resultado final muestra que al tener que utilizar rangos acordes a la mediana de los competidores (mayores a los de FedEx), los valores obtenidos son mayores a los valores reales de precio por acción.



Universidad de
San Andrés

Bibliografía

Académico

- Darden Business Publishing, University of Virginia, “An Overview of Financial Statements Analysis: The Mechanics” (2016)
- Darden Business Publishing, University of Virginia, “Financial Analytics Toolkit: Ratio Analysis” (2019)
- Paul M. Healy, Harvard Business School, “Financial Statement and Ratio Analysis” (2000)
- Guillermo López Dumrauf, Universidad del CEMA, “Métodos de valuación de empresas” (2001)

Artículos

- Fondo Monetario Internacional (2021), “Real GDP Growth”, enlace: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/NMQ
- Fondo Monetario Internacional (2021), “Inflation rate, average consumer prices”, enlace: <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/EUQ/NMQ>
- Departamento de tesorería de Estados Unidos (2021), “Daily Treasury Yield Curve Rates”, enlace: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2020>
- Mordor Intelligence (2020), “Courier, Express and Parcel (CEP) Market – Growth, Trends, COVID 19 Impact, and Forecasts (2021-2026)”, enlace: <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/courier-express-and-parcel-cep-market>
- Mordor Intelligence (2020), “Freight and Logistics Market - Growth, Trends, COVID 19 impact, and Forecasts (2021-2026)”, enlace: <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/freight-logistics-market-study>
- Smart Insights (2021), “Forecast e-commerce growth in percentage of online retail / e-commerce sales 2017 to 2023”, enlace: <https://www.smartinsights.com/digital-marketing-strategy/online-retail-sales-growth/#:~:text=%22Before%20COVID%2D19%2C%20we,and%20%244.105%20trillion%2>

[0in%20sales.&text=The%20latest%20e%2Dcommerce%20growth,of%20all%20sales%20in%202020.](#)

- Oberlo (2020), “Global Ecommerce Growth Rate (2019 to 2024), enlace: <https://www.oberlo.com/statistics/global-ecommerce-sales-growth>
- Fortune 500 (2020), link: <https://fortune.com/fortune500/2020/search/>
- Owler (2021), “FedEx Top Competitors or Alternatives”, enlace: <https://www.owler.com/company/fedex>
- Market Insider <https://markets.businessinsider.com/bonds/finder?p=1&borrower=153512>
- Yahoo Finance. <https://finance.yahoo.com/>
- Money CNN: <https://money.cnn.com/>
- Investing: <https://www.investing.com/>
- Nasdaq: <https://www.nasdaq.com/es/market-activity/stocks/fdx/institutional-holdings>

Reportes

- Reportes anuales FedEx Corp, enlace: <https://investors.fedex.com/home/default.aspx>
- Reporte anuales United Parcel Service, enlace: <https://investors.ups.com/sec-filings/annual-filings>
- Reportes anuales Deutsche Post DHL, enlace: <https://reporting-hub.dpdhl.com/en/>
- Reportes anuales ZTO Express, enlace <https://zto.investorroom.com/annual-reports>
- Reportes anuales XPO Logistics, enlace: <https://investors.xpo.com/financial-information/annual-reports/>
- Reportes anuales Expeditors, enlace: <https://investor.expeditors.com/financial-information/annual-reports>

	2016		2017		2018		2019		2020		2021(e)		2022(e)		2023(e)		2024(e)		2025(e)	
Año																				
Ventas	\$	50,365	\$	60,319	\$	65,450	\$	69,693	\$	69,217	\$	73,706	\$	78,773	\$	84,305	\$	90,281	\$	96,664
Gastos Operativos	\$	47,288	\$	55,282	\$	61,178	\$	65,227	\$	66,800	\$	68,546	\$	73,259	\$	78,404	\$	83,961	\$	89,897
%		94%		92%		93%		94%		97%		93,00%		93,00%		93,00%		93,00%		93,00%
Resultado Operativo	\$	3,077	\$	5,037	\$	4,272	\$	4,466	\$	2,417	\$	5,159	\$	5,514	\$	5,901	\$	6,320	\$	6,766
%		6,11%		8,35%		6,53%		6,41%		3,49%		7,00%		7,00%		7,00%		7,00%		7,00%
Activos Fijos Brutos	\$	47,018	\$	50,626	\$	55,121	\$	59,511	\$	65,024	\$	71,171	\$	77,764	\$	84,821	\$	92,377	\$	100,468
Gastos en Capital	\$	4,818	\$	5,116	\$	5,663	\$	5,490	\$	5,868	\$	6,147	\$	6,593	\$	7,056	\$	7,556	\$	8,091
%		9,57%		8,48%		8,65%		7,88%		8,48%		8,34%		8,37%		8,37%		8,37%		8,37%
Depreciación del período	\$	2,631	\$	2,995	\$	3,095	\$	3,353	\$	3,615	\$	4,057	\$	4,433	\$	4,835	\$	5,265	\$	5,727
%		5,6%		5,9%		5,6%		5,6%		5,6%		5,70%		5,70%		5,70%		5,70%		5,70%
Capital de trabajo	\$	4,308	\$	4,847	\$	5,504	\$	6,086	\$	6,833	\$	6,184	\$	6,609	\$	7,073	\$	7,575	\$	8,110
%		8,55%		8,04%		8,41%		8,73%		9,87%		8,39%		8,39%		8,39%		8,39%		8,39%
CAPEX	\$	4,818	\$	5,116	\$	5,663	\$	5,490	\$	5,868	\$	6,147	\$	6,593	\$	7,056	\$	7,556	\$	8,091
EBIT	\$	3,077	\$	5,037	\$	4,272	\$	4,466	\$	2,417	\$	5,159	\$	5,514	\$	5,901	\$	6,320	\$	6,766
EBIT*T	\$	646	\$	1,058	\$	897	\$	938	\$	508	\$	1,083	\$	1,158	\$	1,239	\$	1,327	\$	1,421
Depreciación del período	\$	2,631	\$	2,995	\$	3,095	\$	3,353	\$	3,615	\$	4,057	\$	4,433	\$	4,835	\$	5,265	\$	5,727
CAPEX	\$	4,818	\$	5,116	\$	5,663	\$	5,490	\$	5,868	\$	6,147	\$	6,593	\$	7,056	\$	7,556	\$	8,091
Capital de trabajo	\$	4,308	\$	4,847	\$	5,504	\$	6,086	\$	6,833	\$	6,184	\$	6,609	\$	7,073	\$	7,575	\$	8,110
Variación Cap. Trab.	\$	539	\$	657	\$	582	\$	747	\$	-649	\$	425	\$	464	\$	501	\$	536		
FCF	\$	244	\$	1,319	\$	150	\$	809	\$	-1,091	\$	2,635	\$	1,770	\$	1,976	\$	2,200	\$	2,446
DCF	\$		\$		\$		\$		\$		\$	2,438	\$	1,516	\$	1,567	\$	1,614	\$	1,660

Anexos

Anexo A: escenario base

Anexo B: escenario optimista

	Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021(e)	2022(e)	2023(e)	2024(e)	2025(e)
Ventas	\$	50.365	\$ 60.319	\$ 65.450	\$ 69.693	\$ 69.217	\$ 73.706	\$ 78.773	\$ 84.305	\$ 90.281	\$ 96.664
Gastos Operativos	\$	47.288	\$ 55.282	\$ 61.178	\$ 65.227	\$ 66.800	\$ 67.809	\$ 72.471	\$ 77.561	\$ 83.058	\$ 88.931
%		94%	92%	93%	94%	97%	92,00%	92,00%	92,00%	92,00%	92,00%
Resultado Operativo	\$	3.077	\$ 5.037	\$ 4.272	\$ 4.466	\$ 2.417	\$ 5.896	\$ 6.302	\$ 6.744	\$ 7.222	\$ 7.733
		6,11%	8,35%	6,53%	6,41%	3,49%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Propiedad Planta y Equipos	\$	47.018	\$ 50.626	\$ 55.121	\$ 59.511	\$ 65.024	\$ 71.171	\$ 77.741	\$ 84.772	\$ 92.301	\$ 100.363
Gastos en Capital	\$	4.818	\$ 5.116	\$ 5.663	\$ 5.490	\$ 5.868	\$ 6.147	\$ 6.570	\$ 7.031	\$ 7.529	\$ 8.062
%		9,57%	8,48%	8,65%	7,88%	8,48%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%
Depreciación del período	\$	2.631	\$ 2.995	\$ 3.095	\$ 3.353	\$ 3.615	\$ 4.057	\$ 4.431	\$ 4.832	\$ 5.261	\$ 5.721
%		5,6%	5,9%	5,6%	5,6%	5,6%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%
Capital de trabajo	\$	4.308	\$ 4.847	\$ 5.504	\$ 6.086	\$ 6.833	\$ 6.184	\$ 6.609	\$ 7.073	\$ 7.575	\$ 8.110
%		8,55%	8,04%	8,41%	8,73%	9,87%	8,39%	8,39%	8,39%	8,39%	8,39%
CAPEX	\$	4.818	\$ 5.116	\$ 5.663	\$ 5.490	\$ 5.868	\$ 6.147	\$ 6.570	\$ 7.031	\$ 7.529	\$ 8.062
EBIT	\$	3.077	\$ 5.037	\$ 4.272	\$ 4.466	\$ 2.417	\$ 5.896	\$ 6.302	\$ 6.744	\$ 7.222	\$ 7.733
EBIT*T	\$	646	\$ 1.058	\$ 897	\$ 938	\$ 508	\$ 1.238	\$ 1.323	\$ 1.416	\$ 1.517	\$ 1.624
Depreciación del período	\$	2.631	\$ 2.995	\$ 3.095	\$ 3.353	\$ 3.615	\$ 4.057	\$ 4.431	\$ 4.832	\$ 5.261	\$ 5.721
CAPEX	\$	4.818	\$ 5.116	\$ 5.663	\$ 5.490	\$ 5.868	\$ 6.147	\$ 6.570	\$ 7.031	\$ 7.529	\$ 8.062
Capital de trabajo	\$	4.308	\$ 4.847	\$ 5.504	\$ 6.086	\$ 6.833	\$ 6.184	\$ 6.609	\$ 7.073	\$ 7.575	\$ 8.110
Variación Cap. Trab.	\$		\$ 539	\$ 657	\$ 582	\$ 747	\$ -649	\$ 425	\$ 464	\$ 501	\$ 536
FCF	\$	244	\$ 1.319	\$ 150	\$ 809	\$ -1.091	\$ 3.217	\$ 2.415	\$ 2.665	\$ 2.936	\$ 3.233
DCF	\$					\$	2.977	\$ 2.068	\$ 2.112	\$ 2.154	\$ 2.194

Anexo C: escenario pesimista

	Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021(e)	2022(e)	2023(e)	2024(e)	2025(e)
Ventas	\$	50.365	\$ 60.319	\$ 65.450	\$ 69.693	\$ 69.217	\$ 73.706	\$ 78.773	\$ 84.305	\$ 90.281	\$ 96.664
Gastos Operativos	\$	47.288	\$ 55.282	\$ 61.178	\$ 65.227	\$ 66.800	\$ 69.283	\$ 74.047	\$ 79.247	\$ 84.864	\$ 90.864
%		94%	92%	93%	94%	97%	94,00%▲	94,00%	94,00%	94,00%	94,00%
Resultado Operativo	\$	3.077	\$ 5.037	\$ 4.272	\$ 4.466	\$ 2.417	\$ 4.422	\$ 4.726	\$ 5.058	\$ 5.417	\$ 5.800
%		6,11%	8,35%	6,53%	6,41%	3,49%	6,00%▲	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Propiedad Planta y Equipos	\$	47.018	\$ 50.626	\$ 55.121	\$ 59.511	\$ 65.024	\$ 71.171	\$ 77.741	\$ 84.772	\$ 92.301	\$ 100.363
Gastos en Capital	\$	4.818	\$ 5.116	\$ 5.663	\$ 5.490	\$ 5.868	\$ 6.147	\$ 6.570	\$ 7.031	\$ 7.529	\$ 8.062
%		9,57%	8,48%	8,65%	7,88%	8,48%	8,34%▲	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%
Depreciación del período	\$	2.631	\$ 2.995	\$ 3.095	\$ 3.353	\$ 3.615	\$ 4.057	\$ 4.431	\$ 4.832	\$ 5.261	\$ 5.721
%		5,6%	5,9%	5,6%	5,6%	5,6%	5,70%▲	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%
Capital de trabajo	\$	4.308	\$ 4.847	\$ 5.504	\$ 6.086	\$ 6.833	\$ 6.184	\$ 6.609	\$ 7.073	\$ 7.575	\$ 8.110
%		8,55%	8,04%	8,41%	8,73%	9,87%	8,39%▲	8,39%	8,39%	8,39%	8,39%
CAPEX	\$	4.818	\$ 5.116	\$ 5.663	\$ 5.490	\$ 5.868	\$ 6.147	\$ 6.570	\$ 7.031	\$ 7.529	\$ 8.062
EBIT	\$	3.077	\$ 5.037	\$ 4.272	\$ 4.466	\$ 2.417	\$ 4.422	\$ 4.726	\$ 5.058	\$ 5.417	\$ 5.800
EBIT*T	\$	646	\$ 1.058	\$ 897	\$ 938	\$ 508	\$ 929	\$ 993	\$ 1.062	\$ 1.138	\$ 1.218
Depreciación del período	\$	2.631	\$ 2.995	\$ 3.095	\$ 3.353	\$ 3.615	\$ 4.057	\$ 4.431	\$ 4.832	\$ 5.261	\$ 5.721
CAPEX	\$	4.818	\$ 5.116	\$ 5.663	\$ 5.490	\$ 5.868	\$ 6.147	\$ 6.570	\$ 7.031	\$ 7.529	\$ 8.062
Capital de trabajo	\$	4.308	\$ 4.847	\$ 5.504	\$ 6.086	\$ 6.833	\$ 6.184	\$ 6.609	\$ 7.073	\$ 7.575	\$ 8.110
Variación Cap. Trab.	\$	539	\$ 657	\$ 582	\$ 747	\$ -649	\$ 425	\$ 464	\$ 501	\$ 536	\$ 536
FCF	\$	244	\$ 1.319	\$ 150	\$ 809	\$ -1.091	\$ 2.052	\$ 1.170	\$ 1.333	\$ 1.510	\$ 1.705
DCF	\$	1.899	\$ 1.002	\$ 1.056	\$ 1.107	\$ 1.158	\$ 1.158	\$ 1.158	\$ 1.158	\$ 1.158	\$ 1.158