



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Licenciatura en Finanzas

Valuación Nike, Inc.

Autores: Agustin González Capdevila y Augusto Ledesma Padilla

Nro Legajos: 30100 y 30137

Tutor de Trabajo de Graduación: Diego Fernández Molero

Buenos Aires 11/12/2022



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Licenciatura en Finanzas

Trabajo de Graduación

Valuación Nike, Inc.

Autores: Agustín González Capdevila y Augusto Ledesma Padilla

Nro Legajos: 30100 y 30137

Tutor de Trabajo de Graduación: Diego Fernández Molero

Buenos Aires 11/12/2022



Glosario:

APLA = *Asia Pacific and Latin America*. Región de Asia Pacífico y Latinoamérica.

BRS = “Blue Ribbon Sports”. Nombre de la empresa previo a Nike, Inc.

CAGR = *Compound Annual Growth Rate*. Tasa de crecimiento promedio en un determinado período.

CAPM = *Capital Asset Pricing Model*. Es un modelo de valuación de activos, para determinar el costo de oportunidad de una inversión.

DCF = *Discounted Cash Flow*. Metodología de valoración de activos, mediante el descuento de flujos de caja futuros.

EBIT = *Earnings Before Interests and Taxes*.

EBITDA = *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortizations*.

EBT = *Earnings Before Taxes*.

EMEA = *Europe, Middle East and Africa*. Región de Europa, Oriente Medio y África.

EV = *Enterprise Value*. Valor de la empresa.

FCFF = *Free Cash Flows to the Firm*. Flujos de caja de la firma.

NBA = *National Basketball Association*. Liga de Básquet de Estados Unidos.

NFL = *National Football League*. Liga de Fútbol Americano de Estados Unidos.

PE = *Price Earnings*. Múltiplo que relaciona el precio de la acción de una empresa, con las ganancias de ella.

ROE = *Return on Equity*. Retorno sobre el capital propio.

ROA = *Return on Assets*. Retorno sobre los activos.

S&P/S&P 500 = Índice de las 500 empresas más importantes de Estados Unidos.

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*. Tasa apropiada para realizar el descuento de flujos futuros de una determinada empresa.



ÍNDICE.

- 1. Resumen Ejecutivo. Págs 4-5.**
- 2. Descripción del Negocio. Págs 6-17.**
 - 2.1 Historia. Págs 6-8.
 - 2.2 Responsabilidad Social. Págs 8-9.
 - 2.3 Unidades de Negocio. Págs 9-11.
 - 2.4 Negocio por Zonas Geográficas. Págs 12-13.
 - 2.5 Puntos de Venta. Págs 13-14.
 - 2.6 Producción y Distribución. Págs 15-16.
 - 2.7 Marketing. Págs 16-17
- 3. Descripción de la Industria. Págs 18-25.**
 - 3.1 Sector de Calzado Deportivo. Págs 19-22.
 - 3.2 Sector de Vestimenta Deportiva. Págs 22-24.
 - 3.3 Sector de Equipamiento Deportivo. Págs 24-25.
 - 3.4 Perspectivas de las Industrias. Pág 25.
- 4. Análisis Financiero. Págs 26-30.**
 - 4.1 Análisis de Estado de Resultados. Págs 26-28.
 - 4.2 Ratios de Rentabilidad. Págs 28-29.
 - 4.3 Ratios de Eficiencia. Págs 29-30.
 - 4.4 Estructura de Capital. Págs 30-32.
- 5. Valuación. Págs 33-48.**
 - 5.1 Factores a tener en cuenta para las estimaciones. Págs 33-35.
 - 5.2 Flujos de Caja Descontados. Págs 36-37.
 - 5.3 Supuestos del Escenario Base. Págs 37-42.
 - 5.4 Estimaciones del Escenario Base. Págs 43-44.
 - 5.5 Escenario Pesimista. Págs 44-45.
 - 5.6 Valuación por Múltiplos. Págs 45-48.



1. RESUMEN EJECUTIVO.

Este documento tiene como principal objetivo determinar el valor intrínseco del capital de Nike, Inc. Para ello, se trabajará mediante el método de DCF (*Discounted Cash Flows*) que consiste en traer al presente todos los flujos de caja futuros de la empresa siendo estos descontados a una determinada tasa. El valor de ésta se obtiene tras analizar ciertas variables como la tasa libre de riesgo, la estructura financiera de la empresa y nuestras estimaciones para las distintas cuentas de los estados contables, entre otras. Además, llevamos a cabo una valuación relativa de la compañía, en la cual analizamos y comparamos los múltiplos más importantes de Nike, con los de empresas similares, ya sea por que ofrecen productos similares o por que poseen un tamaño similar al de la empresa en cuestión.

El trabajo también incluirá una breve presentación de la empresa y su industria. Donde se pone atención no solo en su historia, sino que también se hablará sobre sus próximos proyectos, y su visión sobre el futuro.

Luego, analizamos cada una de las variables que forman parte en la proyección y actualización de los flujos de caja (como por ejemplo, el WACC, el margen, las ventas, etc.), para obtener un valor intrínseco bien fundamentado y cuyo resultado sea acertado.

En la actualidad, el precio de la acción de Nike, Inc. es de USD 108,33 (al 07/12/2022). Una de las conclusiones a las que llegamos al final del trabajo, es si este precio es adecuado o no. Es decir, si su valor intrínseco se asemeja a este. El trabajo no solo responde esto, sino que además, explica si su valor intrínseco es distinto porqué este es inferior a su precio (lo que significaría una oportunidad de compra), o superior al precio de mercado (lo que implicaría una oportunidad de venta).

Por último, a lo largo del trabajo hacemos algunas menciones sobre la situación macroeconómica actual y la del futuro cercano, ya que esta influye enormemente en el negocio de la empresa.



Los resultados que obtuvimos al plantear nuestro modelo de DCF para el escenario base, fue un valor por acción de USD 104,04 para la fecha 31/5/21, que representa un valor por acción de USD 119,75 al 11/12/22. Es decir, que si utilizamos la misma tasa de descuento con la que descontamos los flujos futuros a la fecha del 31/5/21, pero proyectándolo al 11/12/22, obtenemos el resultado mencionado anteriormente. En segunda instancia, planteamos también un escenario en donde las estimaciones para la empresa son un poco más pesimistas, en donde obtenemos precio "fair" de USD 90,47 al 31/5/21, que al 11/12/22 representa USD 104,12.

Cabe destacar, que al utilizar el método de valuación por múltiplos los resultados han sido muy consistentes. En primer lugar, utilizando el múltiplo EV / EBITDA, el valor que obtuvimos para las acciones de Nike, Inc. se ubicó en el rango de USD 111,20 y USD 117,59. Mientras que, tras analizar el múltiplo de PE, el resultado que obtuvimos fue un precio para cada acción entre USD 102,53 y USD 117,48.

Nuestra conclusión final, observando que el precio de cada acción de Nike es de USD 136,46 podemos decir que actualmente la empresa está sobrevalorada.

Universidad de
San Andrés



2. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO.

2.1 Historia.

El nacimiento de la famosa marca de indumentaria deportiva Nike, Inc. se remonta a la década de 1950. Por ese entonces, Bill Bowerman, un entrenador de atletismo de la Universidad de Oregon, fabrica un calzado que le otorgaba a sus alumnos cierta ventaja a la hora de realizar sus diferentes disciplinas. El resultado de estas zapatillas con ligeras modificaciones logró despertar un particular interés en uno de sus alumnos, Phil Knight, con el cual llegaron a la conclusión de que la comercialización de estos nuevos calzados de competencia podía ser un gran éxito.

La puesta en marcha del negocio no fue fácil. Bowerman y Knight querían que las compañías japonesas realizaran estas modificaciones a sus calzados para luego exportarlas a Estados Unidos y dominar la industria de calzado deportivo. Sin embargo, ante la incertidumbre de un cambio de semejante magnitud en sus productos, estas empresas no estaban tan confiadas como los que luego iban a fundar la empresa Nike, Inc.

Finalmente, Knight se puso en contacto directamente con la marca japonesa “Tiger” de Onitsuka, y les propuso ser un distribuidor de la marca en Estados Unidos. Con los calzados de Tiger, y la alianza con su entrenador, en 1960 nace la sociedad bajo el nombre de “Blue Ribbon Sports”.

Como el negocio estaba creciendo, se vieron obligados a incorporar a otra persona al equipo de dirección, alguien que supiese administrar las finanzas de la empresa. Jeff Johnson, un atleta compañero de Knight, fue el elegido para llenar este puesto. Su incorporación fue clave para el negocio, ya que además de las finanzas, se ocupó de una cuestión fundamental para Nike, el *marketing*. Johnson fue quien creó los primeros catálogos de productos y los primeros anuncios impresos de los diferentes artículos.



La popularidad de Nike se vio catapultada gracias a esta campaña publicitaria. Para atender clientes que no podían acercarse a la tienda, implementaron un sistema de pedidos por correo. Con el aumento en las ventas, decidieron abrir la primera tienda de comercio al por menor de BRS, ubicada en California.

En el año 1971, la empresa cambia su nombre a Nike, inspirado por la diosa griega, Niké (“Diosa de la Victoria”). Además, en este año el negocio da el gran salto de dejar de ser distribuidores, para transformarse en fabricantes y diseñadores de sus propios productos deportivos. El último gran hito que ocurrió en este año fue la creación del logotipo de la empresa. La artista, Carolyn Davidson, era una estudiante de diseño gráfico y se inspiró en el ala de la diosa Niké para su diseño.

Nike da el primer gran salto a la fama mundial en el año 1972. En primer lugar, unas zapatillas con la suela parecida a una “wafflera”, llamaron la atención del público presente en las pruebas de atletismo disputadas en la universidad de Oregon. Más tarde, se conocería que este diseño le brindaba al atleta una mayor tracción al correr, lo que generaba un efecto de mayor ligereza comparado a otros zapatos deportivos. Sin duda, el evento que más popularidad le brindó a la empresa a nivel mundial fueron las olimpiadas de Múnich, donde Nike logró que Steve Prefontaine utilizase sus productos para correr, quien ocuparía el cuarto puesto en la prueba de 5.000 metros.

La década de los ochenta fue una de muchos cambios para la empresa. En primer lugar, precisamente en 1980, Nike, Inc. sale a cotizar en bolsa, a un precio de 22 dólares por acción (el equivalente a hoy es de 0,18 dólares por acción). Además de esto, durante estos años, la compañía realiza una importante innovación en su modelo de negocios que puede ser uno de los cambios que ha ayudado a Nike, Inc. a ser la empresa que es hoy en día. Esta firma decide modificar su llegada al cliente, en lugar de mostrarse como la que mejor calzado produce, decide asociarse con importantes estrellas de distintas disciplinas por el siguiente motivo. La empresa notó que la mejor estrategia de *marketing* no era mostrando



la calidad de sus productos, sino que la mejor manera de popularizar sus productos era asociándose con figuras del deporte. El fanatismo que la gente sentía por sus ídolos se traducían en querer parecerse a ellos, y la manera que los consumidores tenían de hacerlo era imitando su vestimenta.

Para capturar la mayor cantidad de clientes posibles, Nike, Inc. firmó varios contratos con jóvenes promesas del deporte durante este proceso de innovación. En primer lugar, se asocia con la futura estrella del basquetbol Michael Jordan, con quien elabora un nuevo diseño del calzado deportivo, la línea "Air Max". Aquí nace una de las marcas más prósperas bajo la conducción de Nike, "Air Jordan". Para consolidar este proceso, Nike, Inc. se une con Tiger Woods (mejor jugador de golf de la historia), también con varios jugadores de la selección de fútbol de Brasil (Selección más ganadora de mundiales en la historia) y en último lugar con Bo Jackson (jugador de fútbol americano) quien participó en la campaña para asociar el lema *Just Do It* con la marca de Nike, Inc.

Estos negocios facilitaron el reconocimiento de la marca de manera mundial y convalidaron el nuevo modelo de negocios implementado por la gerencia de esta compañía. Gracias a esta estrategia, Nike, Inc. es actualmente la empresa con mayor cuota de mercado en la industria de la vestimenta deportiva.

Además de los mencionados anteriormente. Nike, Inc. ha incorporado varios atletas a su marca en el siglo XXI, como Cristiano Ronaldo, Rafael Nadal y Roger Federer, además de firmar contratos con organizaciones deportivas como la NBA y la NFL.

2.2 Responsabilidad social.

En primer lugar, esta empresa se ha comprometido enormemente a contribuir para reducir la contaminación que su negocio genera. Para mantenerse al día con el impacto que Nike, Inc. produce en el medio ambiente, a partir del año fiscal 2020, se creó el "Impact Report".



Mediante la implementación de este reporte, la empresa vio muy alentadores resultados a lo largo de toda la cadena de suministros. Entre otros hitos, se logró que el total de energía necesitada tanto en las tiendas como en las fábricas de Estados Unidos y Canadá sea abastecido por fuentes de energía renovable. Además, los proveedores de teñido y acabado de producto, lograron reducir el uso de agua en un 30% (excediendo así las expectativas del “Impact Report”).

Por otro lado, Nike, Inc. también combate contra el racismo y la discriminación. Esta empresa combate por la igualdad en todo el mundo. Ya sea, mediante la ayuda económica a organizaciones que promueven la igualdad racial, y también mediante la inclusión de atletas de diferentes etnias a la lista de embajadores de su marca.

En último lugar, la empresa se ha propuesto ciertos objetivos para el año 2025. Entre los cuales, se destacan los siguientes: en primer lugar, aumentar el número de mujeres empleadas, hasta que representen un 50% de la fuerza laboral de la firma y también un 45% en los puestos de dirección. En segundo lugar, multiplicar por diez, la cantidad de residuos reciclados en nuevos productos. Por último, alcanzar una reducción del 70% en la emisión de gases nocivos en sus instalaciones.

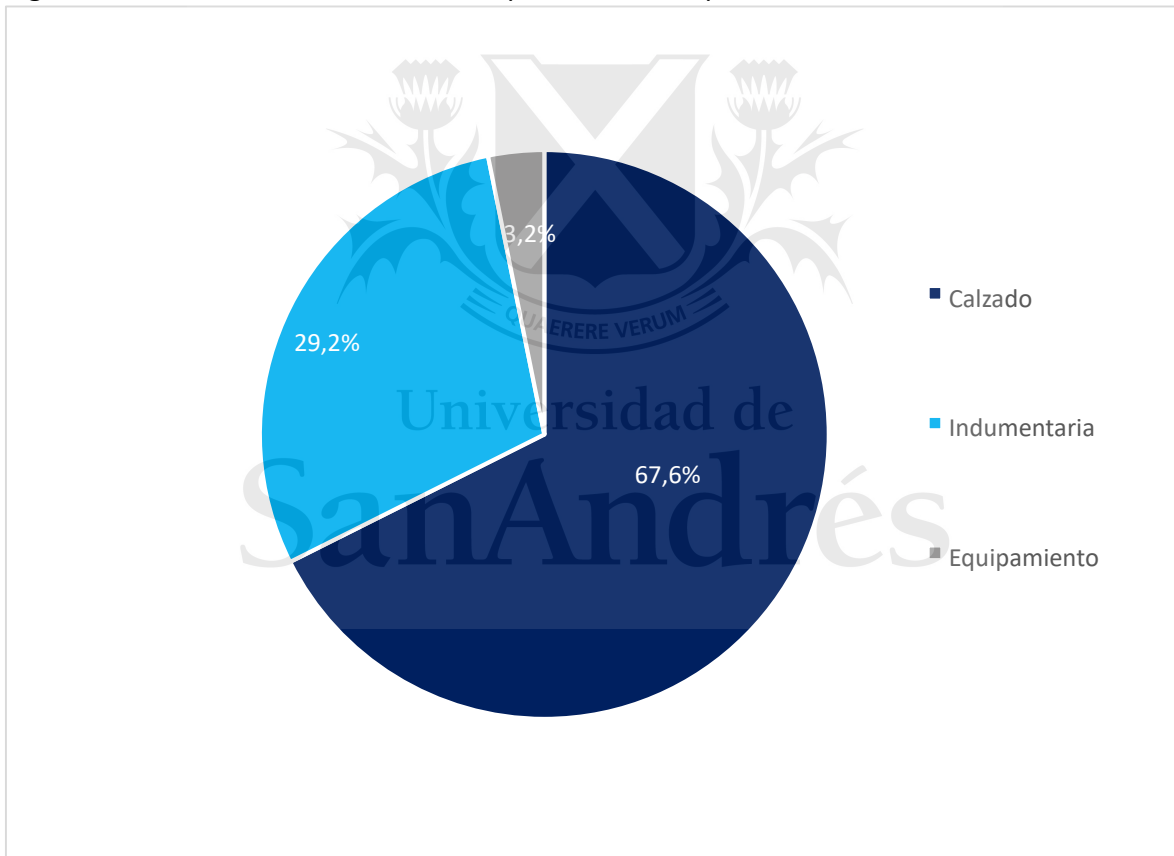
2.3 Unidades de Negocio.

Nike, Inc. desempeña su línea de negocio en la industria de indumentaria, calzado y equipamiento deportivo. Esforzándose por estar siempre en la vanguardia de la industria, para obtener así cierta ventaja competitiva sobre sus pares. Para esto, su estrategia de *marketing* es mostrar a estrellas del deporte o de distintos espacios culturales (música, cine, etc.) utilizando los diversos productos de Nike, Inc. Lo que busca la empresa con esto, es generar una sensación de prestigio en la gente cuando esta utiliza un producto de la compañía.



Actualmente, la empresa ofrece una gran variedad de productos que pueden ser divididos en tres grandes industrias. La primera y más importante (en términos de Ventas de Nike, Inc.) se encuentra la industria del calzado deportivo. Como vemos en la figura 1, este segmento explica actualmente dos tercios del total de ventas de la compañía. Mientras que entre las otras dos categorías se reparten el tercio restante. Por un lado, la industria de indumentaria deportiva representa un 29,2% de las ventas de Nike, Inc., mientras que el equipamiento es responsable del 3,2% restante.

Figura 1. Ventas de Nike, Inc. divididas por la Línea de producto.



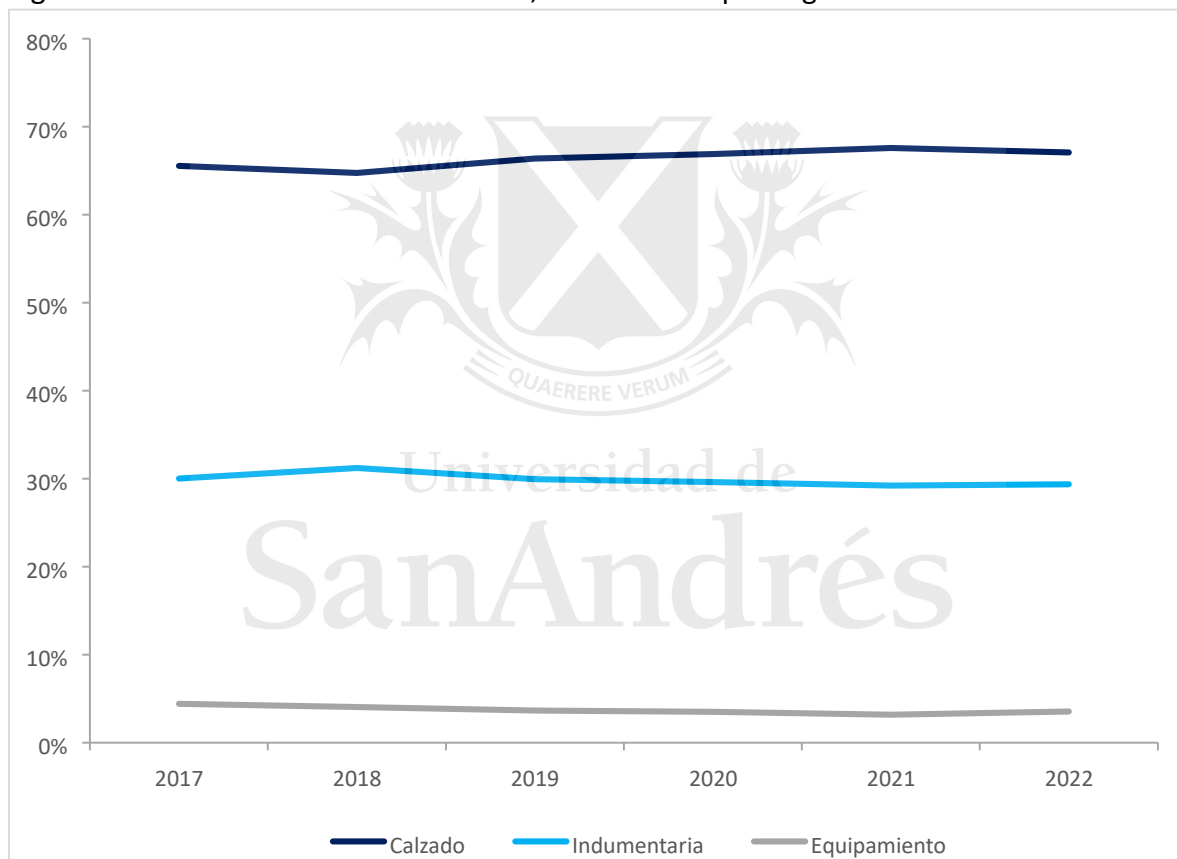
Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

Como vemos en la figura 2, estas proporciones no solo son así actualmente, sino que hace ya algunos años el calzado deportivo es el segmento más importante para esta empresa. El éxito de la industria en cuanto a la proporción que representan de las ventas de Nike, Inc.



es principalmente explicado por el hecho de que este sector tiene un tamaño significativamente mayor comparado a las industrias de indumentaria deportiva y equipamiento a nivel mundial. Además, Nike, Inc. ha logrado obtener una gran cuota de este mercado debido a la oferta de productos que han sido masivamente demandados como, por ejemplo, las zapatillas para correr y en segundo lugar, las líneas “Air” y “Jordan” populares por el vínculo con la gran estrella norteamericana de baloncesto, Michael Jordan.

Figura 2. Evolución de las ventas de Nike, Inc. divididas por segmento.



Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

Mientras que la industria de indumentaria se ha mantenido relativamente estable, las ventas provenientes del calzado deportivo han empezado a canibalizar la cuota de los ingresos totales del sector de Equipamiento. En otras palabras, esto significa es que las ventas provenientes del sector de calzado deportivo están creciendo a una tasa mayor que



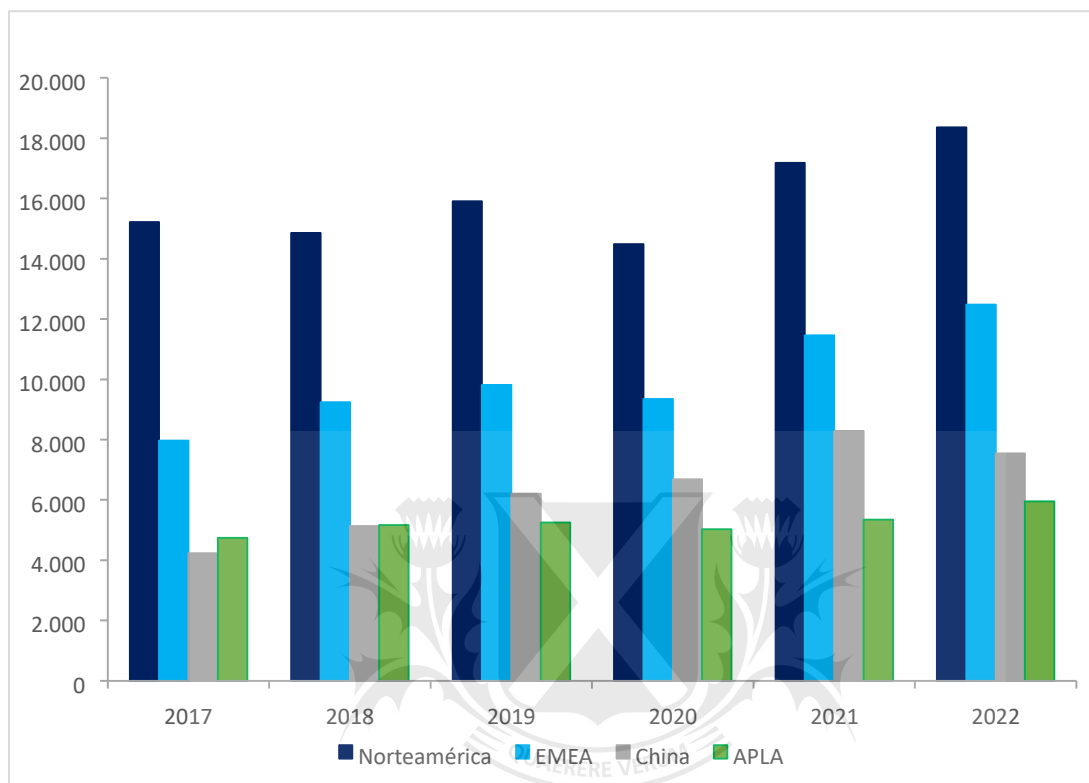
la del sector de equipamiento. Si bien, en lo que va de este año la tendencia se vio desafiada, entendemos que la empresa priorizará el desarrollo del segmento de calzado deportivo ya que es el más popular a nivel mundial. Es por esto, que no esperamos un cambio drástico en cuanto a la superioridad que posee el negocio de calzado deportivo respecto a los otros segmentos.

2.4 Negocio por zonas geográficas.

Esta empresa tiene una gran presencia a nivel global, ya que ofrece sus productos en todas las regiones del mundo. Al ser una empresa de Estados Unidos, su presencia en la región de Norteamérica es la más significativa. En términos de ingresos, le siguen la región de Europa, Oriente Medio y África en segundo lugar (EMEA), luego por China y en último lugar Asia Pacífico y Latinoamérica. Como se observa en la figura 3, el mercado que más crecimiento ha presentado en estos últimos años ha sido el de China (creció un 95,7% en el período 2017-2021), mientras que la región de APLA (Asia Pacífico y Latinoamérica) ha sido la que presentó menor crecimiento en el período 2017-2021 (creció un 12,8%). Vale la pena destacar que, en este año, las ventas en China han atravesado un decrecimiento, principalmente por el rebrote del virus Covid-19 que ha provocado masivos confinamientos en los últimos meses. Sin embargo, en este último tiempo el gobierno ha comenzado a dar por terminadas las cuarentenas obligatorias, y esto es por lo que creemos que las ventas en esta región van a recuperarse en el futuro cercano.



Figura 3. Ventas de Nike, Inc. divididas por región (en Millones de USD).



Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

Figura 4. EBIT (Ingreso antes de Intereses e Impuestos) de Nike, Inc. por región con sus respectivos márgenes.

EBIT (Millones de USD)	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Norteamérica	\$ 3.875,00	\$ 3.600,00	\$ 3.925,00	\$ 2.899,00	\$ 5.089,00	
-Margen de ingresos antes de Int e Imp	25,5%	24,2%	24,7%	20,0%	29,6%	24,8%
EMEA	\$ 1.507,00	\$ 1.587,00	\$ 1.995,00	\$ 1.541,00	\$ 2.435,00	
-Margen de ingresos antes de Int e Imp	18,9%	17,2%	20,3%	16,5%	21,3%	18,8%
China	\$ 1.507,00	\$ 1.807,00	\$ 2.376,00	\$ 2.490,00	\$ 3.243,00	
-Margen de ingresos antes de Int e Imp	35,6%	35,2%	38,3%	37,3%	39,1%	37,1%
APLA	\$ 980,00	\$ 1.189,00	\$ 1.323,00	\$ 1.184,00	\$ 1.530,00	
-Margen de ingresos antes de Int e Imp	20,7%	23,0%	25,2%	23,5%	28,6%	24,2%

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

En la figura 4 podemos observar que tan rentable ha sido cada una de las distintas regiones para esta empresa. La región de China se ubica como la zona que más margen brinda a Nike, Inc. mientras que la región de Asia Pacífico y Latinoamérica es la que menor margen



proporciona. Esto explica el crecimiento observado en la figura 4, al ser China la región más rentable para Nike Inc., es a la que mayor inversión se está destinando.

Todas las regiones han mostrado una tendencia creciente en los márgenes. Sin embargo, el 2020 ha sido un año atípico en este sentido, el Covid-19 y todas las consecuencias que este virus ha traído, han afectado el normal funcionamiento de la empresa. Por ejemplo, ha provocado un incremento en los costos de la empresa, ya que, tras la aparición de este virus se les ha exigido a todas las empresas que cumplan con requisitos sanitarios más estrictos (proveer a sus empleados de barbijos, productos anti-bacteriales, etc.), que han hecho aumentar el gasto de las empresas. Por otro lado, los faltantes en algunos insumos también ha hecho que el costo de producir cada unidad se vea aumentado.

2.5 Puntos de Venta.

En último lugar, es importante también desagregar el ingreso de la compañía con relación a los puntos de venta. Esta división se compone de dos grupos, de las ventas a clientes mayoristas y de las ventas directas al consumidor final. El segundo presenta mayores ventajas para Nike, Inc. ya que presenta una rentabilidad más elevada. La razón detrás de esto es que al eliminar agentes intermedios entre la empresa y el consumidor final, el beneficio que obtiene la empresa por cada unidad vendida es mayor.

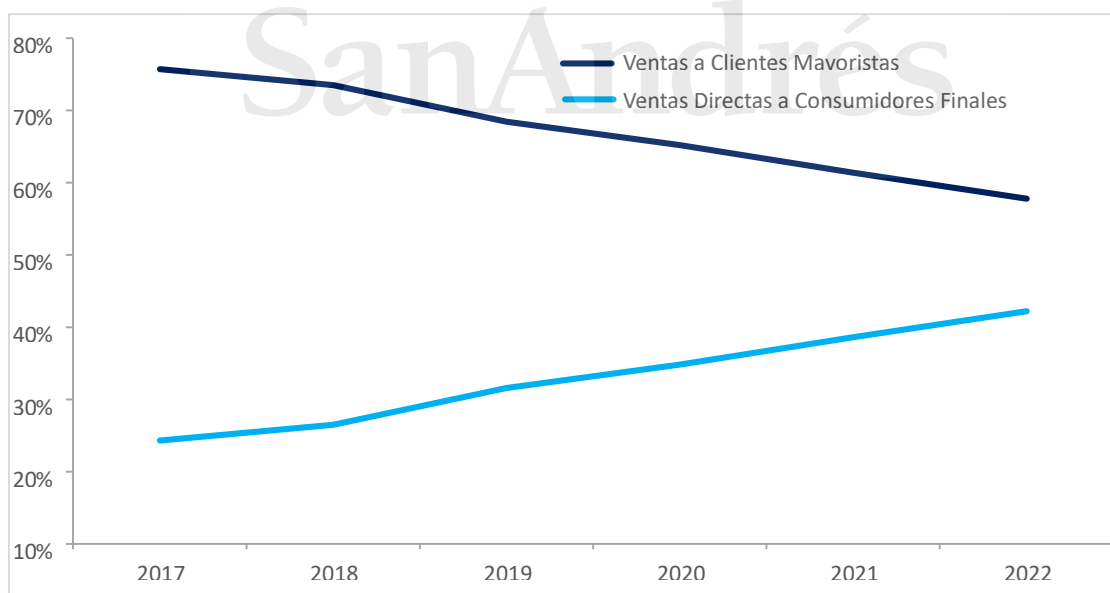
Como observamos en la figura 5, existe cierta tendencia a desarrollar más la venta directa al consumidor final, en lugar de ofrecer los productos a clientes mayoristas que luego venden los productos a los consumidores finales. Desarrollar este punto de venta ha sido prioridad para la gerencia los últimos tres años, donde se le puso especial atención a la aplicación creada por la empresa que llegó a superar las órdenes de la página web por primera vez este año. El canal digital de venta directo al consumidor sigue siendo uno de los puntos a explotar por los ejecutivos de Nike, Inc. para lograr los objetivos propuestos de mejorar los márgenes y el crecimiento futuro. Este punto de venta está siendo acompañado por una gran campaña de *marketing* en el mundo digital, atletas famosos lanzan nuevos



productos de la marca vía *streaming* por la aplicación. Un ejemplo de esta campaña es la organización de una búsqueda del tesoro en el videojuego “Fortnite”, que a través de pistas otorgadas por *influencers* famosos, la gente debía encontrar un tesoro que estaba totalmente compuesto por productos de la marca Nike, Inc.

El otro punto de venta es el de los históricos *wholesalers* o mayoristas, que si bien no han atravesado el mismo crecimiento que el de Nike Direct siguen siendo muy importantes para la empresa. La estrategia de Nike es ver un crecimiento en las ventas, fomentado principalmente por una mejora en la experiencia del consumidor a la hora de comprar productos de la marca, sin importar el punto de venta que este utilice. Para obtener esto, los socios juegan un rol muy importante ya que el cliente debe tener una experiencia de compra de primer nivel, esto implica que se sepa que quiere, cuando lo quiere y como lo quiere. Una de las funciones que Nike ha implementado para mejorar la experiencia en la compra es el Nike “Membership”, donde los usuarios pueden acceder a funciones y productos únicos.

Figura 5. Evolución de las proporciones sobre el total de ventas según el cliente.



Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).



2.6 Producción y distribución.

Si bien esta compañía se encarga del diseño y desarrollo de sus productos, la producción de estos es otra historia. La empresa, como en sus inicios, terciariza casi toda su producción evitando incrementar su inversión de capital en activos fijos. Se hará una distinción entre calzado e indumentaria para hacer un análisis más detallado de la producción y distribución de los distintos productos ofrecidos por Nike, Inc. ya que así es como está proporcionado en el informe 10-K.

La producción de calzado es suministrada por 191 fábricas separadas en 14 distintos países. Prácticamente no existe producción de este tipo de producto en los Estados Unidos. La mayor parte de la elaboración del calzado se concentra en China, Indonesia y Vietnam. Estos países representan el 51%, el 24% y el 21% de la producción total de calzado de Nike. Además de ellos, la empresa también firma ciertos contratos como por ejemplo con Argentina e India, donde la fabricación de productos en dichos países es específicamente para abastecer el consumo interno.

En cuanto al abastecimiento de ropa deportiva, existen 344 fábricas localizadas en 33 países. Al igual que la producción de calzado, toda la elaboración de la vestimenta se realiza fuera de los Estados Unidos mediante contratos con fabricantes independientes. Los tres países más involucrados en la producción de estos bienes son Vietnam, China y Cambodia que cuentan con el 30%, 19% y 12% de la fabricación mundial.

Acerca de la distribución, la empresa distingue las tiendas ubicadas en Estados Unidos de las que no. Al cierre del ejercicio fiscal del año 2021 (31 de mayo de 2021), existían 325 tiendas dentro de Estados Unidos (entre Nike y sus subsidiarias "Converse" y "Hurley") mientras que afuera del país habían 723. Comparado con años anteriores, se puede observar una inclinación a la reducción de tiendas físicas y a incrementar el volumen de ventas a través de internet. Por ejemplo, la cantidad de tiendas dentro de Estados Unidos



en el año 2018 era de 392, mientras que fuera de este existían 790. Por lo que se cerraron 134 tiendas desde el 2018 al 31 de mayo de 2021.

2.7 Marketing.

Nike, inc. es una empresa que revolucionó el *marketing* mundial como ya mencionamos anteriormente y su ingreso depende fuertemente de su estrategia en este campo. Notamos que hay dos ramas para destacar del departamento que afectarán nuestra valuación de la firma.

La primera rama, la que diferenció a esta de otras empresas, es el posicionamiento de su marca y la cultura deportiva creada a través de los embajadores que representan a la empresa en diferentes deportes a nivel profesional y en las actividades que organiza Nike junto a ellos. Este último año muchos grandes deportistas que están asociados con la marca lograron grandes hitos, por ejemplo, Rafael Nadal ganó en enero de 2022 el *Australian Open* e hizo historia, ya que es el único tenista que ha ganado veintiún *Grand Slams*; Aaron Donald, Cooper Kupp y Odell Beckham Jr. participaron activamente en la victoria de *Los Angeles Rams* frente a *Cincinnati Bengals* logrando ser campeones del *Super Bowl* del corriente año; y en último lugar, la actuación de LeBron James en el juego de las estrellas. Para ilustrar un poco más la tarea de Nike, Inc. en este campo, queremos mencionar la asociación entre esta empresa y el joven tenista Carlos Alcaraz, quien actualmente presenta un futuro muy prometedor en el mundo del tenis. Esto es un claro ejemplo que Nike, Inc. no solo está representado por las estrellas actuales de cada deporte, sino que también busca asociarse a las futuras estrellas, ya que apunta a sostener la imagen y visualización de la marca con el paso del tiempo.

El segundo foco en el marketing es su división en la categoría de niños, mujeres y hombres que se ha intensificado estos últimos años. Esto genera que el target del consumidor sea más homogéneo y facilita la especialización de los productos para cada cliente. En otras



palabras, es más fácil intuir que busca un determinado consumidor ya que la segmentación de mercado es cada vez más profunda. Esta división que intensificó la empresa es una variable que puede impulsar el crecimiento de futuros ingresos, ya que dentro de la industria donde se mueve este gigante hay una clara tendencia de crecimiento en el sector de mujeres y niños deportistas. Es aquí donde la gerencia de Nike pondrá especial atención para aumentar sus ingresos y participación de mercado.



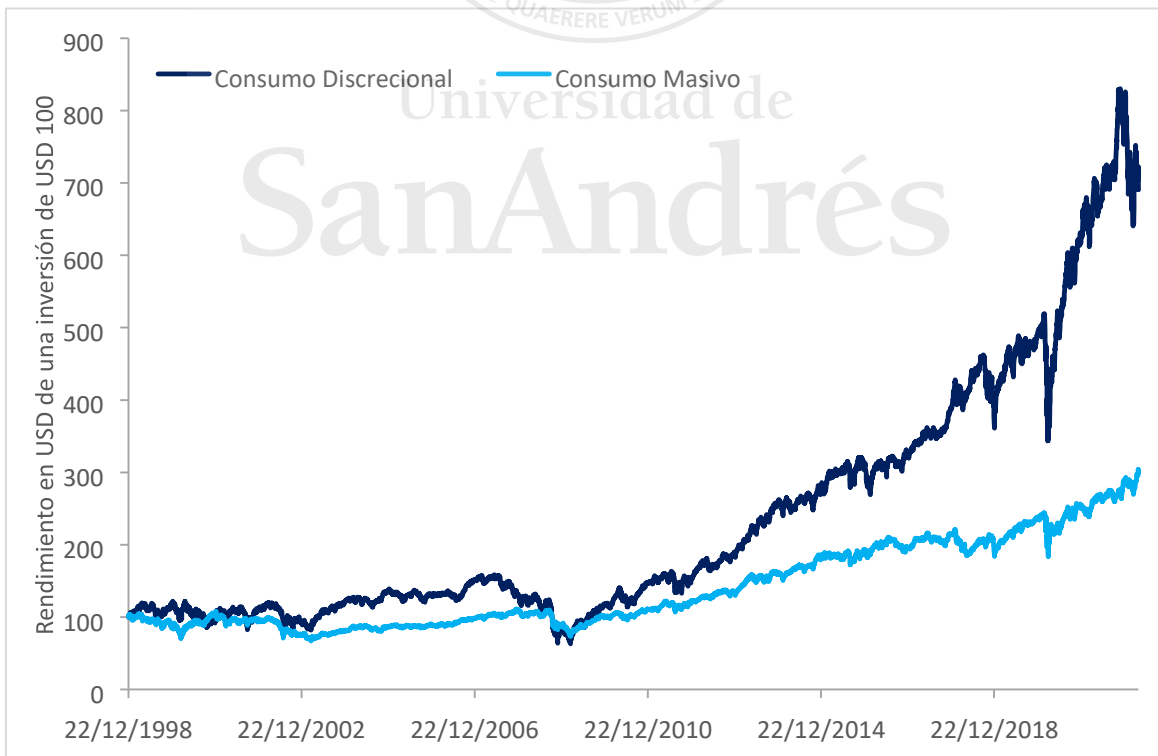
Universidad de
San Andrés



3. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA.

En cuanto al mercado en el que Nike desarrolla su negocio, podemos decir que está asociado al consumo discrecional. Las empresas que se encuentran en este sector no producen bienes y/o servicios esenciales, por lo que sus productos son más populares cuando la economía se encuentra bien, en otras palabras, cuando las personas disponen de mayores ingresos. Por el contrario, cuando la economía entra en recesión (o se aproxima a una), los ingresos de este sector son los que se ven más afectados. Nike, y las empresas con las que comparte este sector, son muy dependientes de los ciclos económicos. Ejemplos de otros negocios que son parte del sector de consumo discrecional son, el de hotelería, la industria automotriz, indumentaria y los restaurantes.

Figura 6. Performance relativa del Índice de Consumo Discrecional vs Índice de Consumo Masivo, en Base 100 = 22/12/1998.



Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Reuters.



Para ilustrar lo dependiente que es la industria de consumo discrecional a los ciclos económicos comparamos en la figura 6 el desempeño en estos últimos 20 años del índice compuesto por empresas de consumo discrecional (“XLY”) con el índice de empresas que pertenecen al sector de consumo masivo (“XLP”). Si bien no se utilizaron concretamente la variación en las ganancias de los distintos sectores, entendemos que al observar el comportamiento en los valores de estos índices se puede obtener un panorama más completo sobre el desempeño esperado para las empresas de cada industria en determinados momentos. La gran diferencia que se ve en estos gráficos es la volatilidad de ambos índices. Esto se explica porque en los momentos de crisis, los productos que suelen ver reducir su demanda son los de consumo discrecional o “no esenciales”, ya que generalmente en recesiones los ingresos de las personas suelen verse afectados y de esta manera disminuyen el consumo de los bienes como vestimenta, vehículos, etc. La contracara de esto, son las empresas que pertenecen a la industria del consumo masivo, como Walmart. Esto se explica porque al ofrecer bienes esenciales para las personas, como alimentos, su consumo se mantiene más estable en el tiempo y de misma manera los beneficios de estas empresas.

Es por esto, que a la hora de valorar una empresa como Nike, Inc. es de vital importancia hacer un buen diagnóstico del momento que atraviesa la economía. Ya que, impacta de manera notoria en su negocio.

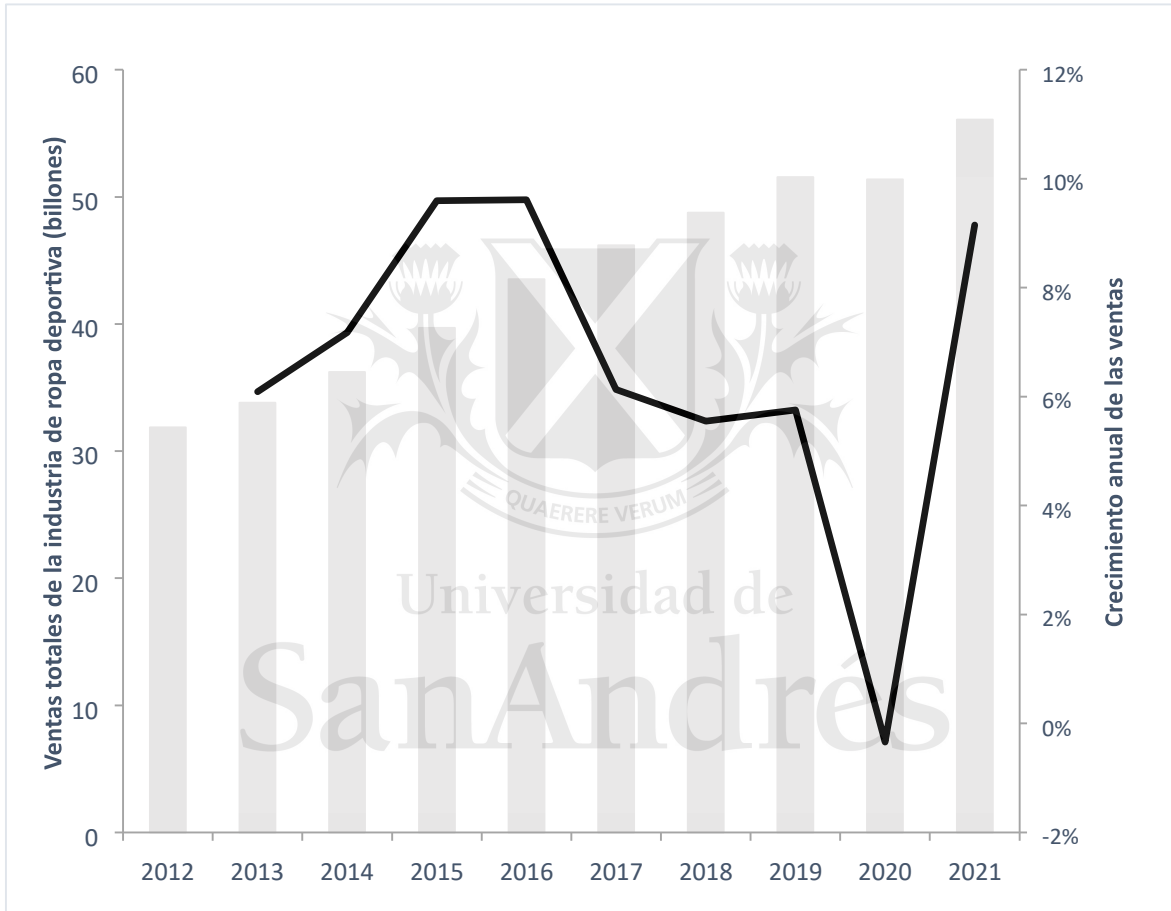
3.1 Sector de calzado deportivo.

Como se puede observar en la Figura 2, este sector es el de mayor importancia para esta empresa. El mercado de calzado deportivo ha visto un incesante crecimiento en la última década, siendo el año 2020 el único año problemático para esta industria. La figura 7 es una representación gráfica de lo mencionado anteriormente. En esta, se puede observar además del sostenido crecimiento que la industria atraviesa, cierta tendencia a una desaceleración en este. El ritmo al que está aumentando dicho mercado es, a medida que



transcurren los años, cada vez menor. En el año pasado el mercado vio una aceleración en su tasa de crecimiento que es explicado por el ciclo expansivo que atravesó la economía global durante 2021, como consecuencia de las políticas para reparar los daños que causó el Covid-19.

Figura 7. Tamaño y crecimiento de la industria de calzado deportivo (en USD Billones).



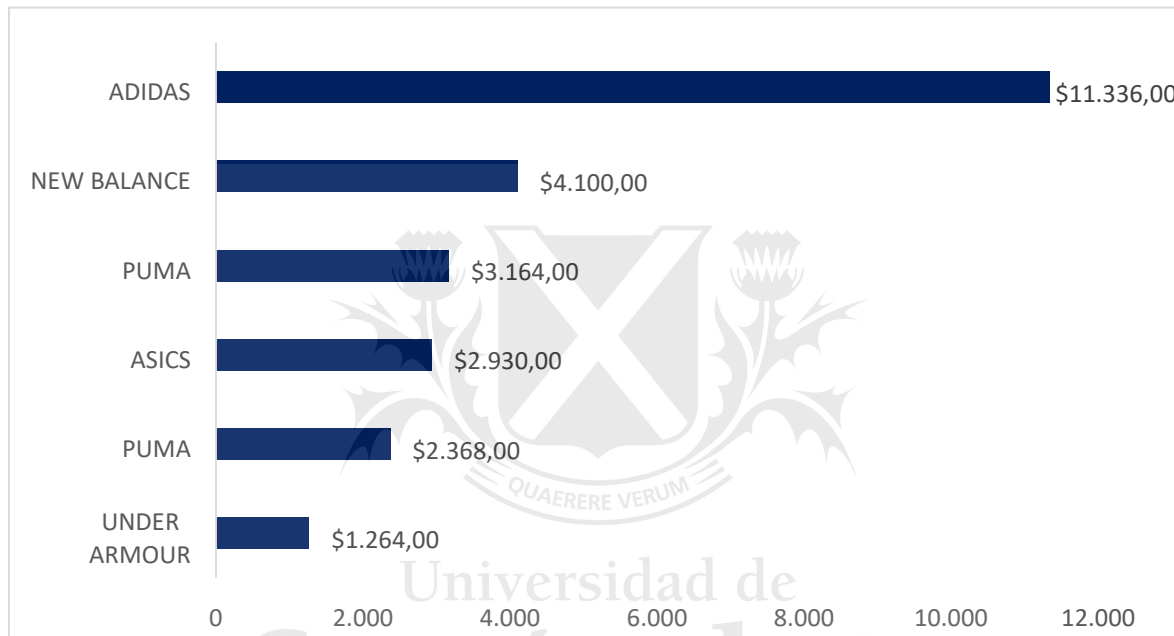
Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Statista.

En el mercado de calzado deportivo existen varios participantes que se disputan los clientes. Entre las marcas más predominantes se encuentran Adidas, New Balance y Puma; todas ellas detrás de la empresa que se analiza en este trabajo, ya que Nike, Inc. es el jugador más importante en este mercado. Entre las ventas de las zapatillas de la marca Nike, Air Jordan y Converse, las ventas escalan hasta los 23.3 billones de dólares. Muy



por encima del principal competidor Adidas, propietaria de la marca Reebok, que le sigue con 11.3 billones de dólares en ventas. En la figura 8, se pueden observar los principales integrantes de este mercado (exceptuando a Nike, Inc.).

Figura 8. Ventas de los principales competidores en el mercado de calzado deportivo en el último año fiscal (en USD Billones).



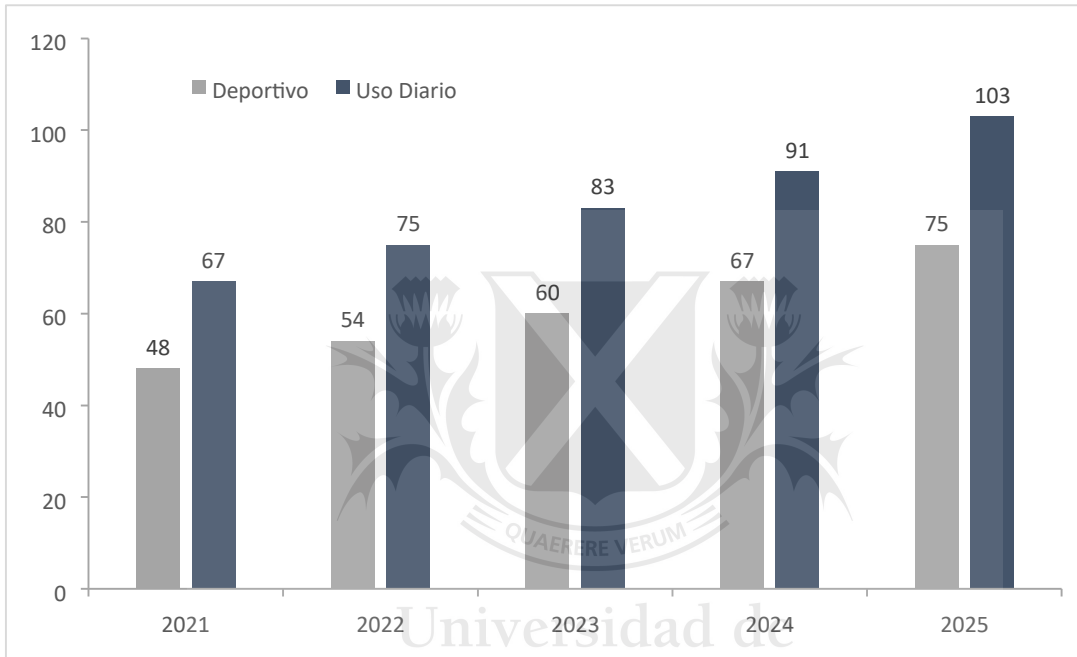
Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Bloomberg y Statista.

Se entiende por calzado deportivo; desde las zapatillas que se utilizan a diario, que poseen cierto diseño atlético, hasta las zapatillas especialmente fabricadas para realizar deportes específicos como por ejemplo botines (para deportes como fútbol o fútbol americano). Estos dos segmentos son parte de uno todavía más grande como lo es la industria de calzado, donde los mencionados anteriormente conviven con el calzado de cuero y otros calzados (como es el caso de las ojotas). Nike todavía no ha penetrado en estos dos últimos mercados como sí lo ha hecho en los mencionados previamente, y no tiene intención en hacerlo. Según un informe realizado por Statista, se cree que el mercado de calzado alcanzará los 609 billones de dólares para el año 2025, siendo el mercado de las zapatillas



para uso diario el de mayor crecimiento, lo que presenta una gran ventaja para la empresa analizada en el trabajo.

Figura 9. Tamaño actual y proyecciones de la industria de calzado deportivo y de las zapatillas para uso diario (en Billones de USD).



Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Statista.

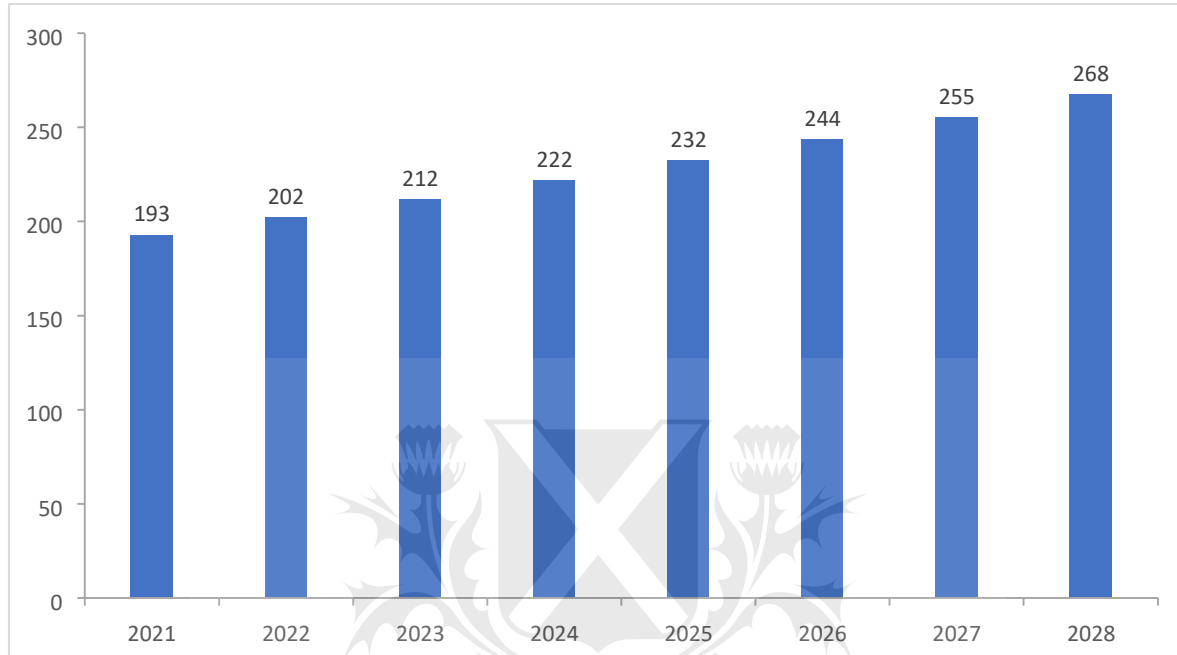
En la figura 9, se pueden apreciar las proyecciones de crecimiento que poseen las dos industrias de calzado en las que Nike es el principal participante. Ambas esperan un crecimiento cercano al 10% para cada uno de los próximos tres años.

3.2 Sector de vestimenta deportiva.

El mercado de indumentaria deportiva es el segundo de mayor envergadura para esta compañía. El 31% de las ventas de esta empresa proviene de productos que pertenecen a este segmento.



Figura 10. Proyecciones de ventas totales de la industria de vestimenta deportiva (en USD Billones).



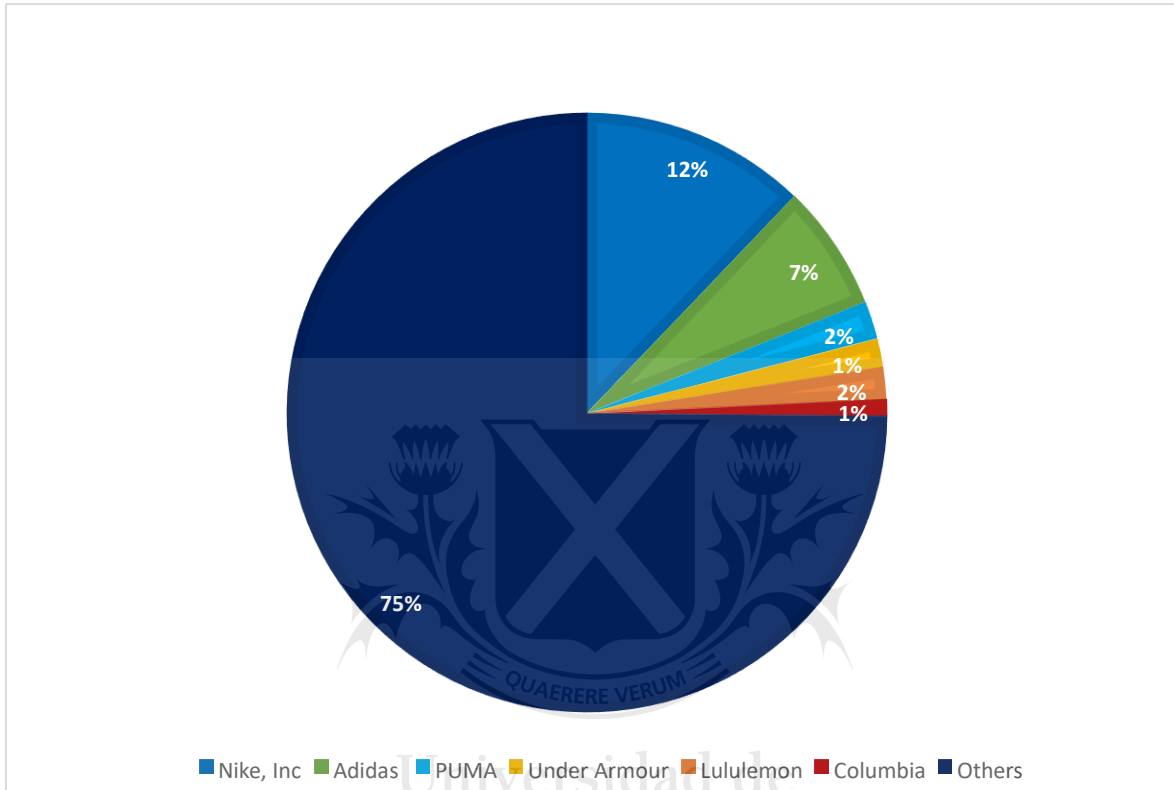
Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Statista.

Las proyecciones de los analistas para la industria están muy alineadas a las que presentamos para Nike, Inc. en este trabajo. Por el lado de la industria de indumentaria, se prevé una CAGR de 4,80% para el período (2021-2028). Mientras que, para la industria de calzado, los expertos esperan un CAGR de 11,54% para el período (2021-2025).

En cuanto a los competidores, varias empresas son las que se disputan los clientes de este mercado. Entre las que mejor han logrado captar la atención y el interés de los consumidores se encuentran Adidas, Puma, Under Armour y Lululemon (en el mercado femenino); sin embargo, ninguna de ellas ha podido entender el mercado de la misma manera que Nike, Inc. Esta última, es la compañía líder del sector desde hace ya algunos años.



Figura 11. Participantes del mercado de indumentaria y calzado deportivo, por sus respectivas cuotas de mercado.



Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Statista.

El dominio de la empresa conocida anteriormente como Blue Ribbon Sports no se limita únicamente al sector de vestimenta deportiva. Nike es la empresa más valiosa en el sector de la moda (vestimenta de cualquier tipo), por encima de Gucci, Louis Vuitton, Chanel y Zara.

3.3 Sector de equipamiento deportivo.

En último lugar, Nike, Inc. también ofrece productos que forman parte de la industria del equipamiento deportivo. Este consiste principalmente en pelotas de diferentes deportes, palos de golf y mochilas, entre otras cosas.



Los ingresos de la empresa dependen notoriamente menos de este segmento que de los dos mencionados anteriormente, ya que el equipamiento deportivo representa el 3% de las ventas totales de Nike, Inc.

3.4 Perspectivas de las industrias.

El futuro presentará diversos cambios para la industria y sus clientes. Desde hace un tiempo la sociedad global se está dedicando a mejorar su estilo de vida priorizando su salud y bienestar. Para esto, la gente se preocupa por llevar una vida más activa aumentando el tiempo dedicado a la actividad física. Este cambio de paradigma social tiene como consecuencia un crecimiento sostenido en el tiempo de la industria de indumentaria deportiva.

El virus Covid-19 aceleró este proceso, debido a las siguientes razones. En primer lugar, la posibilidad que ahora tiene la gente de poder trabajar desde sus casas algunos días de la semana tiene como consecuencia, una mayor posibilidad de destinar más tiempo a entrenar, o practicar algún deporte. Por ejemplo, todo el tiempo que se perdía yendo al lugar de trabajo, ahora se puede dedicar al entrenamiento. En segundo lugar, los ciudadanos al no verse obligados a salir de su casa para trabajar dejan de priorizar la cercanía de sus hogares a las oficinas, optando por alternativas espaciales y cómodas. Este fenómeno de emigrar de las ciudades hacia los suburbios no sólo facilita, sino que además fomenta el deporte recreativo entre la sociedad.

Existen además otros catalizadores que pueden ayudar a impulsar la industria de vestimenta y calzado deportivo. Por un lado, el crecimiento que está atravesando la participación de mujeres en el deporte, sobre todo de manera profesional. El sexo femenino tiende a consumir más que el sexo opuesto en productos de indumentaria, por lo que el aumento en la popularidad de agentes femeninos en distintos deportes puede hacer crecer aún más las ventas de productos para este género. Por otro lado, en los últimos años, los bienes deportivos no solo han mejorado su calidad para el uso atlético, sino que también se han caracterizado por ser productos de moda.



4. ANÁLISIS FINANCIERO.

Para realizar un análisis financiero de la empresa más completo y detallado, se tomaron los últimos cinco ejercicios (desde el ejercicio fiscal 2017 al ejercicio fiscal 2021). No solo se hará foco en las tendencias de las distintas cuentas de la empresa, sino que además analizaremos las ratios más importantes para poder identificar las virtudes y falencias, que presenta Nike, Inc. en sus números.

4.1 Análisis del Estado de Resultados.

Si observamos las ventas, Nike, Inc. parece estar gradualmente acercándose a su punto de maduración, ya que presenta crecimientos de un dígito. Es cierto, que en el año 2021 presentó un crecimiento exorbitado, dificultando el análisis. Sin embargo, creemos que este número presentó semejante magnitud porque el año previo había sido negativo a raíz de la pandemia, y además el gobierno de Estados Unidos comenzó un ciclo muy expansivo en la economía local que tuvo una gran repercusión en los ingresos de Nike, Inc.

Figura 12. Estado de Resultados de Nike, Inc. para los años fiscales 2017-2021.

Income Statement (Million USD)	2017	2018	2019	2020	2021
Revenues	\$ 34.350,00	\$ 36.397,00	\$ 39.117,00	\$ 37.403,00	\$ 44.538,00
Var %		6,0%	7,5%	-4,4%	19,1%
Cost of Sales	\$ 19.038,00	\$ 20.441,00	\$ 21.643,00	\$ 21.162,00	\$ 24.576,00
Gross Profit	\$ 15.312,00	\$ 15.956,00	\$ 17.474,00	\$ 16.241,00	\$ 19.962,00
Gross Margin	44,6%	43,8%	44,7%	43,4%	44,8%
Demand Creation Expense	\$ 3.341,00	\$ 3.577,00	\$ 3.753,00	\$ 3.592,00	\$ 3.114,00
Operating Overhead Expense	\$ 7.222,00	\$ 7.934,00	\$ 8.949,00	\$ 9.534,00	\$ 9.911,00
Total Selling and Administrative Expense	\$ 10.563,00	\$ 11.511,00	\$ 12.702,00	\$ 13.126,00	\$ 13.025,00
Over Total Revenue %	30,8%	31,6%	32,5%	35,1%	29,2%
EBIT	\$ 4.749,00	\$ 4.445,00	\$ 4.772,00	\$ 3.115,00	\$ 6.937,00
Interest Expense (Income)	\$ 59,00	\$ 54,00	\$ 49,00	\$ 89,00	\$ 262,00
Other (Income) Expense	-\$ 196,00	\$ 66,00	-\$ 78,00	\$ 139,00	\$ 14,00
EBT	\$ 4.886,00	\$ 4.325,00	\$ 4.801,00	\$ 2.887,00	\$ 6.661,00
Income Tax Expense	646	2.392,00	772,00	348,00	934,00
Effective Tax Rate	13,2%	55,3%	16,1%	12,1%	14,0%
Net Income	\$ 4.240,00	\$ 1.933,00	\$ 4.029,00	\$ 2.539,00	\$ 5.727,00
Net Margin	12,3%	5,3%	10,3%	6,8%	12,9%
Var %		-54,4%	108,4%	-37,0%	125,6%

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).



De los estados de resultados de Nike, Inc. se puede obtener información muy valiosa para realizar un análisis minucioso de la compañía. Como ya dijimos, la empresa presenta un estable crecimiento en las ventas, que se vio afectado negativamente por el Covid-19 y las cuarentenas en 2020 y luego exageradamente aumentado por las políticas expansivas adoptadas por el Gobierno de Estados Unidos.

Más allá de los ingresos, el margen bruto se puede observar que ha oscilado en torno al 44% desde 2017. Esto significa que, por cada unidad vendida, el 56% del ingreso es destinado al costo de la producción de este bien, mientras que el 44% restante es la ganancia bruta de Nike, Inc. Si bien la empresa actualmente posee un margen bruto tolerable, de cara al futuro la empresa debe compensar el enlentecimiento del crecimiento con una mejora en el margen bruto, para poder alcanzar mejores resultados.

Otros datos importantes de monitorear en el estado de resultados son los gastos de comercialización (*Demand Creation Expense*) y de administración (*Operating Overhead Expense*), y como su relación (Gastos/Ventas) ha tendido a aumentar a lo largo de los años. Sin embargo, en 2021 se puede observar una reversión en esta tendencia, ya que este ratio resultó ser el número más bajo del período analizado. En este caso, creemos que en realidad esto fue debido al gran aumento en las ventas. Sin embargo, existe interés en la administración por querer reducir este múltiplo en los años siguientes.

Luego de deducir al EBIT (ingreso antes de intereses e impuestos) los intereses, se obtiene el EBT (ingreso antes de impuestos). Sobre este valor, se calcula el impuesto a las ganancias y así se obtiene el ingreso neto. Como se puede visualizar en la figura 12, el valor que ha obtenido el EBIT a lo largo de los años ha sido estable hasta el año 2020. Donde la pandemia ha afectado este valor considerablemente, provocando una contracción en esta cuenta de aproximadamente un tercio. Sin embargo, esta contracción ha sido indudablemente recuperada en el último año, ya que la cifra obtenida durante los ejercicios de 2017-2019, ha sido aumentada en un 50% aproximadamente.



Vale la pena hacer una observación en la tasa de impuesto a las ganancias (*Effective Tax Rate*) del año 2018. Dicho año, la tasa efectiva de impuestos se vio afectada por el impacto único que generó la transición al *Tax Act* que incluyó la provisión de la repatriación de ganancias del exterior. Lo que provocó un aumento considerable en la tasa y por ende en el valor a pagar en concepto de impuestos

En última instancia, se puede ver en el estado de resultados como el margen neto varía entre los valores de 15% y 5%. Nike, Inc. vio sus peores valores en 2020 por la pandemia y en 2018, debido a su elevada tasa impositiva. Nosotros creemos que efectivamente el margen neto de la empresa se aproxima al 10%, ya que en años donde no hubo shocks externos tan marcados como los mencionados anteriormente, el margen de la compañía se aproximó a este valor.

4.2 Ratios de Rentabilidad.

Para tener una mejor perspectiva del desempeño de Nike, Inc. a lo largo de su vida, vale la pena analizar la empresa mediante algunos indicadores financieros que informan sobre la actividad de esta.

Figura 13. Ratios de Rentabilidad de Nike, Inc.

	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
ROE	34,2%	19,7%	44,6%	31,5%	44,9%	35,0%
ROA	18,2%	8,6%	17,0%	8,1%	15,2%	13,4%
VENTAS / ACTIVO	147,7%	161,5%	164,9%	119,3%	118,0%	142,3%

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

El retorno sobre capital propio o ROE mide el rendimiento del capital. En otras palabras, es una medida que relaciona la ganancia de la empresa con el capital invertido en ella. Si el ROE es más elevado, la empresa genera un rendimiento más atractivo para sus inversores. Se puede observar que el ROE promedio de Nike, Inc. para los últimos cinco años ha sido de 35%.



Figura 14. Fórmula de ROE (Retorno sobre Capital Propio).

$$\text{ROE} = \frac{\text{Ingreso Neto}}{\text{Capital Propio}}$$

Un indicador importante que muestra la factibilidad del negocio es el Retorno sobre Activos (ROA). Este número indica que tan rentable son los activos y/o inversiones para la empresa en cuestión. Mientras más alto sea este valor, más eficiente es el uso de los activos por parte de la empresa. La diferencia que hay entre este ratio y el anterior, es que el ROA no hace distinción sobre el financiamiento de estos activos, mientras que el ROE solo mide la rentabilidad obtenida para los que aportaron capital a la compañía. El ROA promedio de Nike, Inc. en los últimos 5 años ha sido de 13,4%. Esto quiere decir que cada dólar, le rinde a la empresa un 13,4%.

Figura 15. Fórmula de ROA.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Ingreso Neto}}{\text{Total de Activos}}$$

El ratio que nos falta mencionar de aquellos que se pueden observar en la figura 14, es de rotación de activos (Ventas sobre Activos Totales). Es una manera de medir la capacidad que tiene la empresa de transmitir la producción en ingreso. Este número tras el año 2020, parece mostrar cierta tendencia a decrecer, ya que el aumento en las ventas está siendo superado por el aumento del total de activos, principalmente de la cuenta “Caja y Equivalentes de Efectivo”.

5.3 Ratios de Eficiencia.

El ratio de eficiencia relaciona los ingresos brutos obtenidos en cierto ejercicio con los gastos de operación materializados durante el mismo tiempo.



Figura 16. Fórmula de Ratio de Eficiencia.

$$\text{Ratio de Eficiencia} = \frac{\text{Gastos de Operación}}{\text{Ingresos Brutos}}$$

Figura 17. Ratio de Eficiencia de Nike, Inc.

	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Ratio de Eficiencia	69,0%	72,1%	72,7%	80,8%	65,2%	71,5%

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

Como se puede observar en la figura 17, el ratio de eficiencia de Nike, Inc. se encuentra en torno al 72%. Esto quiere decir que, para obtener un dólar de ganancia bruta, debe gastar operativamente 72 centavos de dólar. Si bien, este número tendía a aumentar en los años previos a la pandemia, en este último año, la empresa ha logrado no solo revertir la tendencia al alza que este valor mantenía, sino que además, ha logrado reducir este ratio a un valor por debajo del mínimo del año 2017. Esto quiere decir, que la empresa se ha vuelto más eficiente, en otras palabras, la ganancia bruta ha aumentado de manera más acelerada que los costos de explotación.

4.4 Estructura de Capital.

Luego de analizar la empresa mediante ratios de rentabilidad y eficiencia, se la estudiará según la forma en que esta se ha financiado a lo largo de los años. Se examinará de qué manera están subvencionados los activos de Nike, Inc., en que proporción están financiados por deuda y en cuánto por aportes de capital. De esta manera se logrará arribar a un resultado más preciso en el método de valuación por flujos descontados.



Figura 18. Estructura de Capital de Nike, Inc.

	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
DEUDA / ACTIVO	46,7%	56,5%	61,9%	74,3%	66,2%	61,3%
PATRIMONIO NETO / ACTIVO	53,3%	43,5%	38,1%	25,7%	33,8%	38,7%

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

En la figura 18, podemos observar que desde el 2018, esta empresa se ha volcado a incrementar su financiación mediante deuda. El ratio de endeudamiento se ha posicionado en torno al 60%, alcanzando un valor promedio para los últimos cinco ejercicios de 61,1%. El hecho de que los activos de la empresa estén financiados en su mayoría por deuda, no presenta problemas por sí solo, sino que se deben analizar otras cuestiones para determinar qué tan sostenible es la estructura financiera de la empresa.

Entre algunos de los ratios que pueden dar un mejor panorama en sobre si Nike, Inc. está capacitado para afrontar sus obligaciones son los siguientes: el ratio de liquidez y el ratio de solvencia.

El primero de ellos se utiliza para determinar qué tan preparada está una compañía para hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo. Una empresa que está totalmente lista para afrontar sus deudas de corto plazo tiene un ratio de liquidez mayor a uno.

Figura 19. Fórmula de Ratio de Liquidez.

$$\text{Ratio de Liquidez} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Por otro lado, existe una medida para analizar la capacidad de pago de deuda a largo plazo. Esta se llama, ratio de solvencia. Este indicador, además de tener en cuenta las cuentas corrientes



(tanto activo corriente como pasivo corriente), también incorpora las cuentas que pertenecen a las cuentas no corrientes.

Figura 20. Fórmula de Ratio de Solvencia.

$$\text{Ratio de Solvencia} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Pasivo Total}}$$

Estos dos ratios proporcionan información más detallada sobre el tamaño y afrontamiento de la deuda. Que los indicadores sean mayores a uno brinda más seguridad a la empresa en términos de capacidad de evitar incumplimiento con sus respectivas obligaciones, y por ende esquivan una posible quiebra.

Figura 21. Ratio de Liquidez y Solvencia de Nike, Inc.

	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Ratio de Liquidez	2,93	2,51	2,10	2,48	2,72	2,55
Ratio de Solvencia	2,14	1,77	1,62	1,35	1,51	1,68

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

En la figura 21 se puede observar ambos ratios para Nike, Inc. La empresa cuenta con dos ratios que respaldan la seguridad financiera que actualmente posee la empresa. En simples palabras lo que estos números muestran, es que la empresa tiene suficientes activos para afrontar tanto las deudas de corto como de largo plazo. Incluso se podría decir que tiene demasiados activos líquidos con relación a la deuda corta que la empresa posee, y que podrían buscar alguna forma más eficiente de colocar estos activos líquidos, ya sea mediante inversiones o retribuyendo a los accionistas.



5. Valuación.

5.1 Factores a tener en cuenta para las estimaciones.

-Ciclo económico (GDP):

Hoy un 67% de las ventas de la empresa le pertenecen a Estados Unidos y a EMEA por lo que el ciclo económico que están atravesando estas regiones, impacta de manera significativa en el negocio de Nike, Inc. El ciclo macroeconómico da señales con una tasa de desempleo en 3,7% indicando niveles de pleno empleo, que llevan al consumo interno a mostrar fuerte. Sin embargo, la recuperación veloz del Covid-19 con una política monetaria y fiscal expansiva han generado un problema inflacionario global. Por esta razón, hoy el banco central estadounidense está aplicando una política monetaria contractiva con el objetivo de controlarla. Muchos economistas expertos vienen planteando que la reserva federal ha reaccionado tarde al problema inflacionario por lo que tiene que aplicar una política monetaria muy dura para lograr su finalidad. En este escenario las probabilidades de controlar la inflación sin dañar el nivel económico actual han disminuido de manera significativa. El contexto para la región EMEA es muy similar a lo que describimos para América del Norte. Este contexto nos lleva plantear dos caminos posibles para el crecimiento de las ventas en los próximos años. En el escenario base y positivo tendremos un nivel económico saludable, mientras que en nuestro escenario negativo las ventas se verán afectadas por un impacto negativo en el nivel de actividad de ambos sectores.

El sector de China también merece un análisis detallado de su situación económica y desarrollo futuro ya que ha sido una zona a la cual la gerencia le ha visto un potencial de crecimiento muy grande y donde ha invertido mucho. La situación actual en China es diferente a lo que describimos anteriormente, esta parece estar un paso atrás con respecto al mundo. China en estos momentos está implementando confinamientos grandes que afectan el nivel económico que nos obligan a estimar que el crecimiento fuerte que vimos en esta zona geográfica desacelere para este año. Proyectando para los próximos años



tenemos dos posibles visiones: Primero que la economía de los países desarrollados siga en un ciclo económico positivo, lo que implicaría que China tendría mayor crecimiento. Segundo que los países desarrollados entren en ciclo económico negativo arrastrando a China por el mismo camino.

Hacemos un breve comentario sobre la región de APLA, la cual creemos que va seguir lo que suceda con las economías desarrolladas, pero consideramos que es la región que menor impacto tiene en las ventas de Nike, con perspectivas futuras a disminuir su importancia aún más. Esto se puede ver con la venta de Nike Brasil y deseo de vender sus operaciones en Chile, Argentina, Uruguay y Perú.

-Puntos de Venta:

Este punto es crucial para la mejora de Nike en sus márgenes y en el crecimiento futuro. La gerencia apuesta fuertemente en diferenciarse en sus puntos de ventas dándole al consumidor una experiencia “premium” en cualquier vía de venta.

El punto de venta tradicional, los *wholesalers*, se está trabajando en alianzas estratégicas para brindarle al cliente una experiencia única y eficiente a la hora de comprar en persona. Aquí juega un rol importante la membresía de Nike que le brinda información del cliente y le ofrece descuentos exclusivos.

El punto de venta que ha captado la mayor atención de la gerencia es el Nike Direct, en el cual el cliente compra directamente a través de la página web o aplicación los productos. Esta transformación no solo acelera el crecimiento de las ventas, sino que también ayuda a la empresa a mejorar sus márgenes. Este último punto es crucial en una empresa asentada como es Nike ya que el crecimiento de ventas año tras año se vuelve más complejo.



Figura 22. EBIT de las distintas regiones en las que Nike, Inc. comercializa sus productos

EBIT (Millones de USD)	2017	2018	2019	2020	2021
Norteamérica	\$ 3.875,00	\$ 3.600,00	\$ 3.925,00	\$ 2.899,00	\$ 5.089,00
-Porcentaje de ventas en Wholesalers	71%	68%	68%	65%	59%
-Porcentaje de ventas en Nike Direct	29%	32%	32%	35%	41%
-Margen de ingresos antes de Int e Imp	25,5%	24,2%	24,7%	20,0%	29,6%
EMEA	\$ 1.507,00	\$ 1.587,00	\$ 1.995,00	\$ 1.541,00	\$ 2.435,00
-Porcentaje de ventas en Wholesalers	74%	73%	72%	70%	68%
-Porcentaje de ventas en Nike Direct	26%	27%	28%	30%	32%
-Margen de ingresos antes de Int e Imp	18,9%	17,2%	20,3%	16,5%	21,3%
China	\$ 1.507,00	\$ 1.807,00	\$ 2.376,00	\$ 2.490,00	\$ 3.243,00
-Porcentaje de ventas en Wholesalers	65%	63%	60%	57%	54%
-Porcentaje de ventas en Nike Direct	35%	37%	40%	43%	46%
-Margen de ingresos antes de Int e Imp	35,6%	35,2%	38,3%	37,3%	39,1%
APLA	\$ 980,00	\$ 1.189,00	\$ 1.323,00	\$ 1.184,00	\$ 1.530,00
-Porcentaje de ventas en Wholesalers	77%	74%	71%	68%	63%
-Porcentaje de ventas en Nike Direct	23%	26%	29%	32%	37%
-Margen de ingresos antes de Int e Imp	20,7%	23,0%	25,2%	23,5%	28,6%

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

El último cuadro demuestra que cada vez más porcentaje del ingreso se explica por las ventas en el punto de venta de Nike Direct, y también ilustra que el que tienen mayor ratio de ventas por este medio tiene mejor margen operativo. Esto es evidencia que la estrategia está funcionando y la gerencia ha dejado en claro que seguirá apostando por este cambio, el cual lo ayudará a cumplir los objetivos impuesto para 2025.

-Cuota de Mercado:

Si bien han entrado nuevos competidores, como Lulu Lemon o Under Armour, creemos que con la estrategia de posicionamiento y creación de cultura deportiva que implementa Nike, comentada anteriormente en la sección de descripción del negocio, esta debería mantener su posición de cuota de mercado. Sumándole el trabajo de los diferentes departamentos que han logrado ver el potencial de crecimiento en el sector de mujeres, impulsado por un cambio a nivel industria deportiva, y especializar los productos para llegarle a este tipo de clientes que son más propensos a gastar (la aparición de Lulu Lemon en el mercado fue



causa de focalizarse en este nicho de mercado). Estas dos cosas nos demuestran que Nike podrá mantener su posición actual en mercado sin problema y hasta incluso aumentarla.

5.2 Flujo de Caja descontados.

Unos de los modelos de valuación que utilizaremos en este trabajo es el flujo de caja descontados, comúnmente conocido como DCF (*Discounted Cash Flow*). Este método se concentra en la capacidad que tiene la compañía de generar flujos futuros durante la vida útil que se le otorga a la misma. Al obtener las estimaciones futuras, el modelo trata a la compañía como cualquier activo financiero, descuenta los flujos con la tasa adecuada para obtener un valor a determinado tiempo (en este caso el día al que se quiera valorar la firma).

Esta metodología tiene el supuesto que las compañías tienen vida útil infinita (exceptuando algún caso extraordinario, pero no sería el caso de la empresa en cuestión). Esto genera que el ultimo flujo de efectivo estimado del modelo sea tomado como una perpetuidad, donde se asume que la firma llega a su punto de maduración.

El DCF exige analizar profundamente dos importantes variables que son muy sensibles a la hora de obtener el resultado. En primer lugar, la tasa a la cual se descuenta los flujos de fondos libres para obtener el valor en determinado tiempo. Ésta incorpora el costo de oportunidad de invertir en esta empresa que a su vez tiene en cuenta el riesgo de la inversión (negocio). Y por último, el segundo factor, es el crecimiento a perpetuidad que se le asigna a los flujos de la empresa. Suele tenerse en cuenta el crecimiento de la economía para el mismo período, que cumple la función de límite máximo para la elección de esta variable.

Para la valuación de Nike, Inc. utilizaremos el método de DCF con el flujo de caja libre para la empresa (FCFF), siendo descontado al costo de capital promedio ponderado (WACC).

Para la estimación de FCFF futuros de esta empresa hicimos un minucioso análisis de la compañía, donde se revisó la historia de esta, se reconoció las ventajas competitivas de la misma y se comprendió la visión de la gerencia, que marca el sendero para el futuro.



También se analizó en detalle la industria en la que Nike, Inc. participa para entender la dinámica del negocio y captar futuras tendencias que impacten positiva o negativamente en el crecimiento de la empresa a valorar.

Para calcular el WACC usamos el dato de la deuda del reporte anual de Nike del 2021 y la información accionaria del 31-12-21 en el NYSE. Con estos calculamos la ponderación que le corresponde a cada método de financiamiento. La deuda se toma a valor de mercado y el costo de capital se estima mediante el CAPM, donde se utiliza la tasa del bono de diez años estadounidense como tasa libre de riesgo y el retorno de mercado se tomará el promedio de los últimos treinta años del S&P, ya que entendemos es suficientemente significativa para funcionar como representación de lo que se quiere buscar.

Luego de hacer un breve resumen del modelo y variables que utilizamos, nos parece de suma importancia remarcar que sabemos que este método de valuación tiene limitaciones. Primero y principal su valor terminal tiene un supuesto fuerte, ya que debemos asumir un crecimiento promedio estable para el resto de la vida de la firma, que influye sustancialmente en el resultado final de la valuación. Y la otra limitación del modelo es que es sumamente sensible a la tasa de crecimiento y la tasa de descuento, que si bien están calculadas con sustentos teóricos y empíricos, pueden no resultar siendo las reales.

A continuación, estimamos el flujo de caja descontado de Nike, Inc. para los próximos cinco años y consideramos una perpetuidad en el año seis. Luego descontamos los flujos al presente con la tasa adecuada (WACC) que obtendremos mediante diferentes cálculos y finalmente, los sumaremos entre sí para obtener el valor por acción intrínseco de una acción de esta empresa.

5.3 Supuestos del Escenario Base.

En primer lugar, entendemos que es importante mencionar algunos supuestos que dan sustento a nuestras estimaciones, y de esta manera a la valuación.



Supuestos de Productividad:

. Para las estimaciones de las ventas futuras, utilizamos el promedio ponderado de crecimiento en las dos industrias que representan el 97% de los ingresos de Nike, Inc. (Calzado e indumentaria). Por otro lado, suponemos que la empresa mantiene la cuota de mercado de hoy.

. Otro supuesto en el que se basa nuestra valuación es que los márgenes operativos cumplen con el objetivo establecido por la gerencia de alcanzar el 49%. Este valor se conseguirá en 2027. Esta mejora en los márgenes entendemos que se deberá principalmente a una mayor consolidación del segmento NIKE Direct.

. En cuanto a los gastos operativos, utilizamos el ratio Expenses/Revenue, y lo mantuvimos constante a lo largo de los años. El *marketing* es un gran valor de la empresa, y no esperamos un recorte en su presupuesto.

. Las estimaciones para la amortización de bienes de uso se fundamentaron en el promedio de los últimos tres años.

. Para estimar el Capex proyectamos el ratio de Capex/Revenues del período 2017-2019. Excluimos los últimos dos años, ya que pensamos que fueron años atípicos.

. El capital de trabajo lo estimamos utilizando el promedio de los últimos cinco años. Es decir, tomamos los días promedio de las siguientes cuentas: “Días a cobrar”, “Días a pagar”, “Inventarios”; y los mantuvimos para los años próximos.

. La tasa de impuesto a pagar en los próximos años será igual a la tasa promedio de los últimos cinco años. Es importante destacar, que excluimos el año 2018 de este cálculo ya que su tasa se vio afectada por un cambio impositivo.



. Por último, decidimos establecer el crecimiento terminal de la empresa en 4,50%. Para alcanzar este número, pensamos en una tasa de crecimiento nominal de la economía en torno al 5%-6% (Crecimiento real 2%-3% e Inflación 2,5%).

Tasa de Descuento:

La tasa de descuento se calcula con la fórmula del WACC (promedio ponderado de costo de capital). Para esta fórmula se debe estimar el costo de financiarse con capital accionario y con deuda, además se debe ponderar cada tasa por la proporción de cada fuente sobre el total de activos de la empresa.

Figura 23. Fórmula de costo promedio ponderado del capital.

$$\text{WACC} = \frac{\text{Equity}}{\text{Deuda} + \text{Equity}} \times \text{Ke} + \frac{\text{Deuda}}{\text{Deuda} + \text{Equity}} \times \text{Kd} (1 - T)$$

Para el costo de capital accionario usamos el modelo de CAPM. Como tasa libre de riesgo utilizamos la tasa de diez años del tesoro americano, como retorno de mercado usaremos el promedio de los últimos treinta años del índice S&P y para hallar la beta correspondiente a la empresa Nike inc. corrimos una regresión de 2017 a 2021 entre los retornos semanales del índice y dicha empresa.

Figura 24. Fórmula de costo de oportunidad del capital según CAPM (Capital Asset Pricing Model).

$$\text{Ke} = \text{Risk Free} + \text{Beta} \times (\text{Retorno de mercado} - \text{Risk Free})$$



Figura 25. Regresión de Nike, Inc. contra el Índice S&P 500.



Fuente: en base a Bloomberg.

Figura 26. Valores de la fórmula de CAPM.

Retorno Mercado =	9,60%
Risk Free =	3,50%
Equity Risk Premium =	6,10%
Beta de Nike, Inc. =	1,014
Costo de Equity =	9,69%

Fuente: Elaboración propia en base a cálculos propios.

Por otro lado, para estimar el total de la deuda financiera usamos su valor contable observado en los balances históricos de la empresa. Además, incorporamos al cálculo una suma por el concepto de “Arrendamientos a Largo Plazo” que observamos en una de las notas publicadas en la memoria anual (informe 10K).



Figura 27. Deuda financiera a largo plazo (en millones de USD).

Deuda de Largo Plazo			
Vencimiento	Principal	Tasa	Book value Outstanding
2023	500	2,25% semi-anual	499
2025	1000	2,40% semi-anual	995
2026	1000	2,38% semi-anual	996
2027	1000	2,75% semi-anual	995
2030	1500	2,85% semi-anual	1490
2040	1000	3,25% semi-anual	986
2043	500	3,63% semi-anual	496
2045	1000	3,88% semi-anual	984
2046	500	3,38% semi-anual	491
2050	1500	3,38% semi-anual	1481
Total	9500	3,0%	9413

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

Figura 28. Valor contable de los contratos de arrendamientos a largo plazo (en millones de USD).

Arrendamientos	
Vencimientos	Valor Libro
2023	530
2024	490
2025	437
2026	357
Mayor a 2026	1.397
Menos intereses	347
Total	2.864

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

Con el fin de estimar el costo de la deuda, usaremos el rendimiento que ofrece un bono de esta empresa en el mercado.

Figura 29. Costo final de Deuda.

Rendimiento de NKE 2.850 27-MAR-2030 = 4,50%

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Reuters.



Para obtener el valor del WACC, solo falta calcular la proporción de los activos que se financian con deuda y de los activos que se financian con capital propio. Tomamos entonces la capitalización de mercado de la empresa y le sumamos la deuda financiera neta, y de esta manera obtenemos el valor de los activos de la firma. Solo resta dividir cada uno de los términos de la suma por el valor de la firma para obtener así que proporción está financiada por deuda, y cuanto por capital.

Figura 30. Ponderadores para la fórmula de WACC.

Market Cap =	211.961.364.016
Deuda Financiera Neta =	12.277.000.000
Deuda + Equity =	224.238.364.016
D / (D + E) =	5,47%
E / (D + E) =	94,53%

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

Entonces, tras obtener así todas las variables, podemos resolver la ecuación y de esta manera conseguir el costo promedio ponderado de capital apropiado para esta empresa.

Figura 31. WACC de Nike, Inc.

WACC	9,40%
-------------	--------------

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K) y Reuters.

Valor Terminal:

Estimamos como una perpetuidad los flujos futuros a partir del año 2026, con la siguiente fórmula.

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{FCF}_{n+1}}{(r - g)}$$



Finalmente, tras obtener todas las variables, resolvemos la ecuación para obtener el valor de una acción de Nike, Inc. Sumamos los flujos de caja descontados a la fecha del 31/5/21 utilizando el WACC previamente mencionado, y obtuvimos los siguientes resultados.

Figura 32. Resultados del Escenario Base.

Valor de la Firma =	\$	163.375,32
Deuda Financiera Neta =	\$	12.277,00
Caja y Equivalentes =	\$	13.476,00
Valor del Equity =	\$	164.574,32
Nro de Acciones en Circulación =		1.581.801.224
Valor por Acción (31/5/21) =	\$	104,04
Valor por Acción (11/12/22) =	\$	119,75

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

5.4 Estimaciones del Escenario Base.

Figura 33. Estado de Resultados histórico y proyectado.

Income Statement (Million USD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
Revenues	\$ 34.350,00	\$ 36.397,00	\$ 39.117,00	\$ 37.403,00	\$ 44.538,00	\$ 49.031,88	\$ 53.979,20	\$ 59.425,70	\$ 65.421,76	\$ 72.022,81	\$ 79.289,91
Var %		6,0%	7,5%	-4,4%	19,1%	10,09%	10,09%	10,09%	10,09%	10,09%	10,09%
Cost of Sales	\$ 19.038,00	\$ 20.441,00	\$ 21.643,00	\$ 21.162,00	\$ 24.576,00	\$ 26.477,22	\$ 28.932,85	\$ 31.436,20	\$ 34.150,16	\$ 37.019,73	\$ 40.437,86
Gross Profit	\$ 15.312,00	\$ 15.956,00	\$ 17.474,00	\$ 16.241,00	\$ 19.962,00	\$ 22.554,67	\$ 25.046,35	\$ 27.989,51	\$ 31.271,60	\$ 35.003,09	\$ 38.852,06
Gross Margin	44,6%	43,8%	44,7%	43,4%	44,8%	46,0%	46,4%	47,1%	47,8%	48,6%	49,0%
Demand Creation Expense	\$ 3.341,00	\$ 3.577,00	\$ 3.753,00	\$ 3.592,00	\$ 3.114,00	\$ 3.365,55	\$ 3.536,72	\$ 3.708,16	\$ 3.878,20	\$ 4.044,80	\$ 4.424,38
Operating Overhead Expense	\$ 7.222,00	\$ 7.934,00	\$ 8.949,00	\$ 9.534,00	\$ 9.911,00	\$ 11.932,40	\$ 13.304,79	\$ 14.832,66	\$ 16.533,39	\$ 18.426,32	\$ 20.155,50
Total Selling and Administrative Exp.	\$ 10.563,00	\$ 11.511,00	\$ 12.702,00	\$ 13.126,00	\$ 13.025,00	\$ 15.297,95	\$ 16.841,51	\$ 18.540,82	\$ 20.411,59	\$ 22.471,12	\$ 24.579,87
Over Total Revenue %	30,8%	31,6%	32,5%	35,1%	29,2%	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%	31,0%
EBIT	\$ 4.749,00	\$ 4.445,00	\$ 4.772,00	\$ 3.115,00	\$ 6.937,00	\$ 7.256,72	\$ 8.204,84	\$ 9.448,69	\$ 10.860,01	\$ 12.531,97	\$ 14.272,18
Interest Expense (Income)	\$ 59,00	\$ 54,00	\$ 49,00	\$ 89,00	\$ 262,00	\$ 224,00	\$ 220,00	\$ 272,98	\$ 272,98	\$ 272,98	\$ 272,98
Other (Income) Expense	-\$ 196,00	\$ 66,00	-\$ 78,00	\$ 139,00	\$ 14,00	-\$ 11,00	\$ 26,00	\$ 18,00	\$ 37,20	\$ 16,84	\$ 17,41
EBT	\$ 4.886,00	\$ 4.325,00	\$ 4.801,00	\$ 2.887,00	\$ 6.661,00	\$ 7.043,72	\$ 7.958,84	\$ 9.157,71	\$ 10.549,83	\$ 12.242,15	\$ 13.981,80
Income Tax Expense	646	2.392,00	772,00	348,00	934,00	975,16	1.101,85	1.267,83	1.460,56	1.694,85	1.935,69
Effective Tax Rate	13,2%	55,3%	16,1%	12,1%	14,0%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Net Income	\$ 4.240,00	\$ 1.933,00	\$ 4.029,00	\$ 2.539,00	\$ 5.727,00	\$ 6.068,56	\$ 6.856,99	\$ 7.889,88	\$ 9.089,28	\$ 10.547,31	\$ 12.046,11
Net Margin	12,3%	5,3%	10,3%	6,8%	12,9%	12,4%	12,7%	13,3%	13,9%	14,6%	15,2%

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).



Figura 34. Cálculo de la variación en el capital de trabajo.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
Net Income	\$ 4.240,00	\$ 1.933,00	\$ 4.029,00	\$ 2.539,00	\$ 5.727,00	\$ 6.068,56	\$ 6.856,99	\$ 7.889,88	\$ 9.089,28	\$ 10.547,31	\$ 12.046,11
Depreciation	706	747	705	721	744	\$ 757,12	\$ 838,56	\$ 934,11	\$ 1.046,78	\$ 1.178,08	\$ 1.329,78
Amortization	10	27	15	398	53	17	43	40	40	40	40
Account Payable	\$ 2.373,00	\$ 2.615,00	\$ 2.621,00	\$ 2.496,00	\$ 2.838,00	\$ 3.204,67	\$ 3.511,46	\$ 3.833,85	\$ 4.185,56	\$ 4.563,68	\$ 4.987,66
Account Receivable	\$ 3.677,00	\$ 3.498,00	\$ 4.272,00	\$ 2.749,00	\$ 4.463,00	\$ 4.766,55	\$ 5.247,49	\$ 5.776,96	\$ 6.359,86	\$ 7.001,57	\$ 7.708,03
Inventories	\$ 5.055,00	\$ 5.261,00	\$ 5.622,00	\$ 7.367,00	\$ 6.854,00	\$ 7.388,37	\$ 8.133,85	\$ 8.954,56	\$ 9.858,07	\$ 10.852,75	\$ 11.947,80
Account Payable (Variación)		\$ 242,00	\$ 6,00	\$ 125,00	\$ 342,00	\$ 366,67	\$ 306,79	\$ 322,40	\$ 351,71	\$ 378,12	\$ 423,98
Account Receivable (Variación)		-\$ 179,00	\$ 774,00	-\$ 1.523,00	\$ 1.714,00	\$ 303,55	\$ 480,94	\$ 529,47	\$ 582,90	\$ 641,71	\$ 706,46
Inventories (Variación)		\$ 206,00	\$ 361,00	\$ 1.745,00	-\$ 513,00	\$ 534,37	\$ 745,49	\$ 820,71	\$ 903,51	\$ 994,68	\$ 1.095,04
Account Payable (Days)	29	30	28	27	28	28	28	28	28	28	28
Account Receivable (Days)	39	35	40	27	37	35	35	35	35	35	35
Inventories (Days)	54	53	52	72	56	55	55	55	55	55	55
Change in Working Capital	\$ -	\$ 215,00	-\$ 1.129,00	-\$ 347,00	\$ 859,00	-\$ 471,20	-\$ 919,60	-\$ 1.027,80	-\$ 1.134,70	-\$ 1.258,30	-\$ 1.377,50

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

Figura 35. Cálculo de Capex.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
PPE Beginning	\$ 3.989,00	\$ 4.454,00	\$ 4.744,00	\$ 4.866,00	\$ 4.904,00	\$ 4.904,00	\$ 5.632,63	\$ 6.398,67	\$ 7.211,49	\$ 8.080,51	\$ 9.015,38
Depreciation	747	705	721	744	744	\$ 757,12	\$ 869,61	\$ 987,88	\$ 1.113,37	\$ 1.247,53	\$ 1.391,87
Depreciation Rate %	18,7%	15,8%	15,2%	15,3%	15,3%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
CAPEX	\$ 1.105,00	\$ 1.212,00	\$ 995,00	\$ 843,00	\$ 782,00	\$ 1.485,74	\$ 1.635,66	\$ 1.800,69	\$ 1.982,38	\$ 2.182,41	\$ 2.402,61
PPE Final	\$ 3.989,00	\$ 4.454,00	\$ 4.744,00	\$ 4.866,00	\$ 4.904,00	\$ 5.632,63	\$ 6.398,67	\$ 7.211,49	\$ 8.080,51	\$ 9.015,38	\$ 10.026,13
CAPEX / Revenue	3,2%	3,3%	2,5%	2,3%	1,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

Figura 36. Cálculo del Flujo de Fondo Libre y Valor de la Firma.

Free Cash Flow	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Net Income	\$ 6.068,56	\$ 6.856,99	\$ 7.889,88	\$ 9.089,28	\$ 10.547,31
Depreciation & Amortization	\$ 774,12	\$ 881,56	\$ 974,11	\$ 1.086,78	\$ 1.218,08
Change in Working Capital	-\$ 471,20	-\$ 919,60	-\$ 1.027,80	-\$ 1.134,70	-\$ 1.258,30
CAPEX	-\$ 1.485,74	-\$ 1.635,66	-\$ 1.800,69	-\$ 1.982,38	-\$ 2.182,41
Free Cash Flow to the Firm	\$ 4.885,69	\$ 5.183,25	\$ 6.035,52	\$ 7.058,97	\$ 227.244,66

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

5.5 Escenario Pesimista.

Nos parece oportuno, ante el contexto de incertidumbre macroeconómica en el que nos encontramos, plantear un escenario en el cual algunos de los supuestos planteados en el escenario base no se realicen.

Aquel supuesto que más puede verse perjudicado ante un escenario menos constructivo desde el punto de vista macroeconómico es el siguiente: El crecimiento de las industrias tanto de calzado como de indumentaria puede quedarse un poco por debajo de las tasas



supuestas en el escenario base. De este modo, entendemos razonable plantear tasas de crecimiento que demuestren una desaceleración en el crecimiento económico mundial, en los primeros dos años. A esto, le podemos agregar que los márgenes brutos se ubiquen levemente por debajo de los objetivos anunciados por los directivos, reflejando una desaceleración en la migración al consumo mediante la plataforma NIKE Direct.

El resultado de la valuación en este escenario arroja los siguientes números.

Figura 37. Resultados del Escenario Pesimista.

Valor por Acción (31/5/21) =	\$ 90,47
Valor por Acción (11/12/22) =	\$ 104,12

Figura 38. Estado de Resultados del Escenario Pesimista.

Income Statement (Million USD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
Revenues	\$ 34.350,00	\$ 36.397,00	\$ 39.117,00	\$ 37.403,00	\$ 44.538,00	\$ 46.319,52	\$ 47.245,91	\$ 52.013,02	\$ 57.261,14	\$ 63.038,79	\$ 69.399,40
Var %		6,0%	7,5%	-4,4%	19,1%	4,00%	2,00%	10,09%	10,09%	10,09%	10,09%
Cost of Sales	\$ 19.038,00	\$ 20.441,00	\$ 21.643,00	\$ 21.162,00	\$ 24.576,00	\$ 25.012,54	\$ 25.276,56	\$ 27.566,90	\$ 30.062,10	\$ 32.780,17	\$ 35.740,69
Gross Profit	\$ 15.312,00	\$ 15.956,00	\$ 17.474,00	\$ 16.241,00	\$ 19.962,00	\$ 21.306,98	\$ 21.969,35	\$ 24.446,12	\$ 27.199,04	\$ 30.258,62	\$ 33.658,71
Gross Margin	44,6%	43,8%	44,7%	43,4%	44,8%	46,0%	46,5%	47,0%	47,5%	48,0%	48,5%
Demand Creation Expense	\$ 3.341,00	\$ 3.577,00	\$ 3.753,00	\$ 3.592,00	\$ 3.114,00	\$ 3.179,37	\$ 3.095,55	\$ 3.245,61	\$ 3.394,44	\$ 3.540,26	\$ 3.872,49
Operating Overhead Expense	\$ 7.222,00	\$ 7.934,00	\$ 8.949,00	\$ 9.534,00	\$ 9.911,00	\$ 11.272,32	\$ 11.645,17	\$ 12.982,45	\$ 14.471,03	\$ 16.127,84	\$ 17.641,33
Total Selling and Administrative Exp.	\$ 10.563,00	\$ 11.511,00	\$ 12.702,00	\$ 13.126,00	\$ 13.025,00	\$ 14.451,69	\$ 14.740,72	\$ 16.228,06	\$ 17.865,47	\$ 19.668,10	\$ 21.513,81
Over Total Revenue %	30,8%	31,6%	32,5%	35,1%	29,2%	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%	31,0%
EBIT	\$ 4.749,00	\$ 4.445,00	\$ 4.772,00	\$ 3.115,00	\$ 6.937,00	\$ 6.855,29	\$ 7.228,62	\$ 8.218,06	\$ 9.333,57	\$ 10.590,52	\$ 12.144,89
Interest Expense (Income)	\$ 59,00	\$ 54,00	\$ 49,00	\$ 89,00	\$ 262,00	\$ 224,00	\$ 220,00	\$ 272,98	\$ 272,98	\$ 272,98	\$ 272,98
Other (Income) Expense	-\$ 196,00	\$ 66,00	-\$ 78,00	\$ 139,00	\$ 14,00	-\$ 11,00	\$ 26,00	\$ 18,00	\$ 37,20	\$ 16,84	\$ 17,41
EBT	\$ 4.886,00	\$ 4.325,00	\$ 4.801,00	\$ 2.887,00	\$ 6.661,00	\$ 6.642,29	\$ 6.982,62	\$ 7.927,08	\$ 9.023,39	\$ 10.300,70	\$ 11.854,51
Income Tax Expense	646	\$ 2.392,00	\$ 772,00	\$ 348,00	\$ 934,00	\$ 919,58	\$ 966,70	\$ 1.097,45	\$ 1.249,23	\$ 1.426,06	\$ 1.641,18
Effective Tax Rate	13,2%	55,3%	16,1%	12,1%	14,0%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Net Income	\$ 4.240,00	\$ 1.933,00	\$ 4.029,00	\$ 2.539,00	\$ 5.727,00	\$ 5.722,71	\$ 6.015,93	\$ 6.829,63	\$ 7.774,16	\$ 8.874,63	\$ 10.213,33
Net Margin	12,3%	5,3%	10,3%	6,8%	12,9%	12,4%	12,7%	13,1%	13,6%	14,1%	14,7%

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).

Figura 39. Flujos de Caja del Escenario Pesimista.

Free Cash Flow	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Net Income	\$ 5.722,71	\$ 6.015,93	\$ 6.829,63	\$ 7.774,16	\$ 8.874,63
Depreciation & Amortization	\$ 774,12	\$ 881,56	\$ 974,11	\$ 1.086,78	\$ 1.218,08
Change in Working Capital	\$ 23,9	-\$ 187,2	-\$ 892,0	-\$ 984,0	-\$ 1.085,5
CAPEX	-\$ 1.403,56	-\$ 1.431,63	-\$ 1.576,08	-\$ 1.735,10	-\$ 1.910,18
Free Cash Flow to the Firm	\$ 5.117,14	\$ 5.278,64	\$ 5.335,70	\$ 6.141,86	\$ 195.035,58

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias Anuales de Nike, Inc. (Informes 10-K).



5.6 Valuación por múltiplos.

Este método de valuación tiene grandes diferencias con el utilizado anteriormente. Consiste principalmente en calcular algunas relaciones, múltiplos, entre distintas cuentas o características de la empresa y compararlas con empresas que tengan cosas en común con Nike, Inc.

Es muy importante remarcar, que este método supone que los mercados son eficientes, es decir que los precios de mercado son los valores adecuados para el valor intrínseco de cada acción. En este caso, analizaremos los dos que nos parecen más apropiados. Para ello, usaremos como empresas comparables, a los más importantes competidores de Nike, Inc. que son, Adidas, Puma, Lulu Lemon, Vf Corp y Under Armour.

Enterprise Value / EBITDA.

En primer lugar, utilizaremos el múltiplo EV / EBITDA que relaciona el desempeño operativo de la empresa con el valor de la firma.

Figura 39. Múltiplo de EV / EBITDA de Nike, Inc. y de empresas competidoras.

	31/05/2021
	EV / EBITDA
Nike	26,0
Puma	17,5
Adidas	16,9
Lulu Lemon	19,8
Vf Corp	18,4
Under Armour	15,9
Promedio	17,7

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Bloomberg.

En la figura 40, se puede observar que la empresa en cuestión cotiza actualmente aun múltiplo más elevado que su competencia. Sin embargo, al comparar este múltiplo durante los últimos cinco años, se puede observar que esta empresa suele cotizar con una prima promedio del 33% por sobre el de sus competidores. Entendemos justificada la prima, ya



que Nike, Inc. es la empresa líder en el mercado de productos deportivos. En este sentido, un valor razonable para este múltiplo es 23x/24x.

Figura 40. Combinaciones de EV / EBITDA para la empresa en cuestión.

		Múltiplo EV / EBITDA					
		21	22	23	24	25	26
	\$ 7.500,0	156.301	163.801	171.301	178.801	186.301	193.801
	\$ 7.600,0	158.401	166.001	173.601	181.201	188.801	196.401
EBITDA	\$ 7.700,0	160.501	168.201	175.901	183.601	191.301	199.001
(en MM)	\$ 7.800,0	162.601	170.401	178.201	186.001	193.801	201.601
	\$ 7.900,0	164.701	172.601	180.501	188.401	196.301	204.201
	\$ 8.000,0	166.801	174.801	182.801	190.801	198.801	206.801

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias anuales de Nike, Inc. y Bloomberg.

De esta manera, un valor razonable para el equity de esta empresa se ubica en el rango de USD 175.901 Millones – USD 186.601 Millones. Con los que obtendríamos los siguientes valores por acción.

Figura 41. Valor razonable para una acción de Nike, Inc. utilizando EV / EBITDA.

		Múltiplo EV / EBITDA					
		21	22	23	24	25	26
	\$ 7.500,0	\$ 98,81	\$ 103,55	\$ 108,29	\$ 113,04	\$ 117,78	\$ 122,52
	\$ 7.600,0	\$ 100,14	\$ 104,94	\$ 109,75	\$ 114,55	\$ 119,36	\$ 124,16
EBITDA	\$ 7.700,0	\$ 101,47	\$ 106,34	\$ 111,20	\$ 116,07	\$ 120,94	\$ 125,81
(en MM)	\$ 7.800,0	\$ 102,79	\$ 107,73	\$ 112,66	\$ 117,59	\$ 122,52	\$ 127,45
	\$ 7.900,0	\$ 104,12	\$ 109,12	\$ 114,11	\$ 119,11	\$ 124,10	\$ 129,09
	\$ 8.000,0	\$ 105,45	\$ 110,51	\$ 115,57	\$ 120,62	\$ 125,68	\$ 130,74

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias anuales de Nike, Inc. y Bloomberg.

Por otro lado, también creemos adecuado utilizar el múltiplo Price Earnings Ratio para intentar de obtener un valor de referencia para las acciones de Nike, Inc.



Figura 42. Múltiplo PE para Nike, y empresas de su industria.

31/05/2021	
P / E	
Nike	37,0
Puma	42,3
Adidas	34,7
Lulu Lemon	38,7
Vf Corp	25,1
Under Armour	28,0
Promedio	33,8

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Bloomberg.

Actualmente Nike cotiza con un múltiplo más elevado que el promedio de la industria. Esta prima esperamos que se reduzca, ya que Nike es una empresa madura, que ofrece menos crecimiento que algunos de sus competidores. De esta manera, nos parece razonable hacer un análisis similar al hecho con el EV / EBITDA, incorporando la prima o en este caso el descuento con el que la empresa históricamente ha cotizado con respecto a su industria. Precisamente, el PE de Nike se ha ubicado en términos históricos un 4% por debajo del promedio de sus competidores. Es así, como llegamos a la conclusión de que el múltiplo apropiado para esta empresa se halla entre 32x/33x.

Figura 41. Valor razonable para una acción de Nike, Inc. utilizando el PE.

	PE					
	31	32	33	34	35	36
2,88	\$ 89,39	\$ 92,28	\$ 95,16	\$ 98,04	\$ 100,93	\$ 103,81
3,20	\$ 99,32	\$ 102,53	\$ 105,73	\$ 108,94	\$ 112,14	\$ 115,34
3,56	\$ 110,36	\$ 113,92	\$ 117,48	\$ 121,04	\$ 124,60	\$ 128,16
3,92	\$ 121,40	\$ 125,31	\$ 129,23	\$ 133,14	\$ 137,06	\$ 140,98
4,31	\$ 133,54	\$ 137,84	\$ 142,15	\$ 146,46	\$ 150,77	\$ 155,07
4,74	\$ 146,89	\$ 151,63	\$ 156,37	\$ 161,10	\$ 165,84	\$ 170,58

Fuente: Elaboración propia. Datos proporcionados por Memorias anuales de Nike, Inc. y Bloomberg.



BIBLIOGRAFIA:

Informe 10-K de Nike:

https://s1.q4cdn.com/806093406/files/doc_downloads/2021/08/Nike10k2021.pdf

Balances trimestrales de Nike:

https://s1.q4cdn.com/806093406/files/doc_financials/2022/q2/FY22-Q2-Combined-NIKEPress-Release-Schedules-FINAL.pdf

https://s1.q4cdn.com/806093406/files/doc_financials/2022/q1/FY22-Q1-Combined-NIKE-Press-Release-Schedules-FINAL.pdf

Carta a los accionistas:

https://s1.q4cdn.com/806093406/files/doc_downloads/2021/08/NIKE_CEO_Letter_-_Shareholder_Information-Final-Proof-Website.pdf

Datos de Statista sobre Nike y su industria:

<https://www.statista.com/statistics/254489/total-revenue-of-the-global-sports-apparelmarket/> <https://www.statista.com/statistics/412671/global-sports-footwear-market-projecteddevelopment/> <https://www.statista.com/statistics/242412/athletic-footwear-market-share-by-regionworldwide/>

<https://www.statista.com/statistics/241683/nikes-sales-worldwide-since-2004/>

<https://www.statista.com/statistics/412760/nike-global-revenue-share-by-product/>

<https://www.statista.com/statistics/241692/nikes-sales-by-region-since-2007/> A.

Damodaran, Libro: *Investment Valuation*.

D. Nissim & S. H. Penham, *Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice*.

https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/316/Ratio_analysis_and_equity_valuation_From_research_to_practice.pdf

Valuación: Nike, Inc.



W. Brums, Paper: *Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis*.

McKinseyCompany, Informe: *The Real Cost of Equity*.



Universidad de
San Andrés