



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Magíster en Finanzas

Trabajo Final de Graduación

VALUACIÓN DE CAPITAL ACCIONARIO

ADIDAS

Autor: Santiago Dalton

DNI: 41.432.542

Director de Trabajo final de Graduación: Fabian Bello

Buenos Aires, Argentina, 20 de Julio de 2023



Universidad de
San Andrés

ESCUELA DE ADMINISTRACION Y NEGOCIOS

Trabajo Final de Graduación

VALUACIÓN DE CAPITAL ACCIONARIO

ADIDAS

Autor: Santiago Dalton

DNI: 41.432.542

Director de Trabajo final de Graduación: Fabian Bello

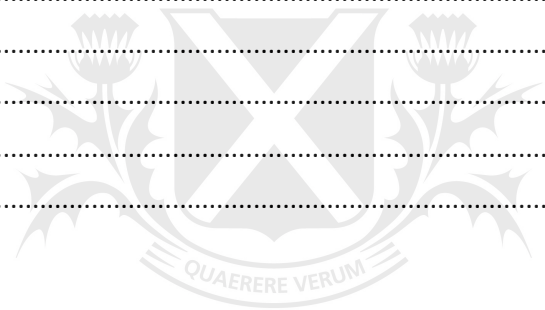
Buenos Aires, Argentina, 20 de Julio de 2023

Contenido

Glosario	5
Resumen Ejecutivo.....	7
1.Descripción del Negocio.....	8
1.1 Aspectos Generales.....	8
1.2 Ventas	9
1.2.1 Discriminación por Zona	10
1.3 EBITDA.....	14
1.4 Mercado de capitales.....	14
1.4.1 Programa de Recompra de Acciones	16
1.4.2 Evolución de la Acción	17
1.4.3 Rendimientos Históricos	18
1.5 Historia de la Empresa	20
1.5.1 Compra de Marcas	21
1.6 Segmentación	23
1.6.1 Primer Nivel	23
1.6.2 Segundo Nivel	24
1.6.3 Tercer Nivel.....	26
1.7 Canales de Comercialización y Distribución.....	27
1.7.1 Canales de Abastecimiento y Proveedores.....	29
2. Análisis de la Industria	31
2.1 Análisis Cualitativo: Tendencias.....	31
2.1.1 ActiveWear o Athleisure	31
2.1.2 Concientización de la Salud.....	32
2.1.3 Prendas con Tecnología	32
2.1.4 Metamorfosis de Consumo.....	33
2.1.5 Digitalización de compras	34
2.1.6 Surgimiento de marcas Locales.....	35
2.1.7 Colaboraciones con marcas de lujo	35
2.1.8 Sustentabilidad	36
2.2 Análisis Cuantitativo de la Industria.....	37
2.2.1 Tamaño del Mercado	37
2.2.2 Composición del Mercado	38

2.3 Distribución Geográfica del Mercado	40
2.4 Distribución Demográfica	41
2.5 Análisis competitivo de la Industria	42
2.5.1 Principales Competidores	42
2.6 Las 5 Fuerzas de Porter	43
2.7 Análisis FODA	46
2.8 Crecimiento Histórico	48
2.9 Estrategia Adidas 2025 “Own the Game”	49
3. Análisis Financiero.....	53
3.1 Indicadores de Rentabilidad	53
3.1.1 Evolución de los Márgenes	53
3.1.2 ROE y ROA	55
3.1.3 Retorno a Inversores y Dividendos	56
3.2 Indicadores de Gestión Operativa	58
3.3 Indicadores de Gestión Financiera.....	60
3.4 Comparación con Pares de Mercado.....	65
4. Valuación por Flujos Descontados.....	67
4.1 Consideraciones.....	67
4.2 Flujo de Fondos (FCFF)	69
4.3 Proyección de Ventas.....	70
4.4 Evolucion Histórica del Crecimiento de la Industria vs Adidas	73
4.5 Crecimiento Projectado de la Industria y Adidas.....	74
4.6 Evolucion histórica de los Márgenes por Región	77
4.7 Proyección de Márgenes.....	79
4.8 Depreciaciones y Amortizaciones	82
4.9 Capital de Trabajo	82
4.10 Inversiones en Bienes de Capital (CAPEX).....	83
4.11 Impuestos.....	83
4.12 Tasa de Descuento	83
4.12.1 Consideraciones	83
4.12.2 Costo de la Deuda	84
4.12.3 Costo del Capital Propio (Ke)	84
4.12.4 Tasa Libre de Riesgo.....	85

4.12.5 Prima de Riesgo de Mercado	86
4.12.6 Beta	86
4.12.7 Costo de la Deuda (Kd).....	90
4.12.8 Estructura de Capital.....	90
4.12.9 Costo promedio ponderado del capital (WACC).....	91
4.13 Valor Terminal.....	91
4.13.1 Consideraciones	91
4.13.2 Resultado de la Valuación por DCF	93
4.13.3 Análisis de Sensibilidad	94
5. Valuación por Múltiplos	96
Conclusiones	100
Bibliografía	101
ANEXOS	103
A	103
B	104
C	105



Universidad de
San Andrés

Glosario

- ActiveWear: Refiere a la indumentaria y calzado semi deportivo utilizado en la vida cotidiana.
- Athleisure: Es una palabra utilizada para describir la tendencia hacia el uso de vestimentas más cómodas cuya moda se origina en el deporte.
- Arrendamientos: se trata de los contratos alcanzados por la IFF 16 Leases.
- CAGR: del inglés, compound average growth rate, significa tasa promedio de crecimiento anual compuesta.
- Capitalización de mercado: medida o dimensión económica del capital de una empresa. Se calcula como el precio por acción en un momento dado multiplicado por el número de acciones emitidas de una empresa.
- CAPEX: del inglés, capital expenditures. Son inversiones de capital.
- CAPM: del inglés, Capital Asset Pricing Model. Es un modelo de valuación de activos, desarrollado por Litner y Sharpe, que permite estimar el rendimiento requerido de un activo financiero.
- COVID-19: Referente a la Pandemia de 2020.
- DCF: del inglés, Discounted Cash Flow. Flujo de Fondos Descontados. Es un método de valuación mediante el cual se puede estimar el valor de un proyecto o empresa a través del descuento de un flujo futuro de fondos.
- EBIT: del inglés, earnings before interests and taxes. Significa ganancias antes de intereses e impuestos.
- EBITDA: del inglés, earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations. Significa ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.
- ETF: del inglés, exchange-traded fund. Es un fondo de inversión que se negocia en mercados de valores secundarios.
- EMEA: Refiere al conjunto de regiones en los que Adidas agrupa sus ventas. Estos son Europa, Africa y el Oriente próximo (excluye china y Asia pacífico).
- EV: del inglés, Enterprise Value. Es el valor total de una empresa.

- FCF: del ingles, Free Cash Flow to the Firm. Es el flujo de fondos disponible para la firma.
- Kd: costo de la deuda. Es el costo que debe asumir una empresa al tomar deuda financiera, y está expresado como una tasa de interés.
- Ke: costo del capital propio o costo del Equity. Es la tasa de retorno requerida por los accionistas de una firma.
- Own The Game: del inglés “Domina el Juego”. Nombre de la estrategia corporativa de Adidas para 2025.
- Performance & Originals: del inglés. Refiere a los 2 conceptos de tiendas de Adidas. “Rendimiento y Original”.
- ROA: del ingles, return on assets. Significa retorno sobre los activos totales. Se calcula como el cociente entre el EBIT y el total de activos.
- ROE: del ingles, return on equity. Significa retorno sobre capital o patrimonio neto. Se calcula como el cociente entre la ganancia neta de la compañía y su patrimonio neto.
- STOXX50: Refiere al índice que sigue a las 50 empresas de mayor capitalización bursátil de Europa.
- USD: código para el dólar estadounidense.
- WACC: del ingles, Weighted Average Cost of Capital. Es el costo promedio ponderado del capital.
- Yield to maturity: es la tasa interna de retorno teórica de un activo adquirido hoy.

Resumen Ejecutivo

Adidas es una empresa dedicada a la fabricación, comercialización y distribución de indumentaria y calzado deportivo mediante varios canales como serlo venta mayorista, local propio y tienda electrónica. Es líder en el mercado, precedida únicamente por Nike. Adidas está radicada en Alemania, y concentra el mayor número de operaciones en EMEA, aunque su presencia es global, acumulando ventas en Norte América, Asia Pacífico y en menor proporción América Latina.

El presente trabajo propone la modelización de 2 métodos para evaluar el capital accionario de Adidas al 31 de diciembre de 2022; flujo de fondos descontados y valuación por múltiplos; mecanismos complementarios no excluyentes.

Se parte con una breve descripción de la empresa, sus líneas de negocio, sus canales de distribución, su historia y su estructura de capital. Luego el trabajo explora la industria y sus tendencias, como así también a los competidores que participan en esta. En tercer lugar, se encontrará un análisis financiero completo de la empresa, como así una comparativa con sus pares de mercado para analizar su salud financiera. Por último, se proyectan las ventas y márgenes para el periodo 2023-2027 y se procede a realizar la valuación vía ambos mecanismos.

El precio de la acción de la empresa al 31 de diciembre del año 2022 es 127.46 euros mientras que el resultado obtenido a valor presente mediante el modelo CAPM es de 199.76 euros. Esto supone que el mercado tiene expectativas de menor crecimiento futuro o de márgenes inferiores a los parámetros utilizados en el presente trabajo. Por otro lado, el modelo de múltiplos, que utiliza la ratio EV/EBITDA arroja un resultado de 127.57 euros; número prácticamente idéntico al cotizado por el mercado a la fecha de valuación.

Se debe destacar sin embargo que ambos métodos de valuación suponen un alto grado de inexactitud, ya que estos requieren de muchos supuestos que son fruto de las expectativas de cada analista, y estos pueden estar altamente sesgados.

1.Descripción del Negocio

1.1 Aspectos Generales

Adidas fundada en 1949, es una empresa alemana con sede en Bavaria, dedicada a la fabricación y venta de zapatillas, prendas y accesorios. Si bien la firma es oriunda de Alemania, la marca tiene un alcance global, con presencia en más de 60 países, y tiendas físicas propias en 48 de ellos. La empresa cuenta con más de 2100 tiendas propias, 50 sitios de comercio electrónico y presencia en más de 120.000 tiendas mayoristas de indumentaria deportiva.

Primera en tamaño en Europa y segunda en el mundo el coloso de la industria deportiva cuenta con más de 60.000 empleados directos y más de 800.000 indirectos únicamente bajo el espectro de fabricación y abastecimiento.

Misión y Visión

La misión de Adidas es “ser el líder mundial en la industria de artículos deportivos, basados en la pasión por los deportes y un estilo de vida activo. Estamos comprometidos a fortalecer continuamente nuestras marcas y productos para mejorar nuestro posicionamiento competitivo”. Haciendo honor a su misión, Adidas ha logrado crecer para ser la segunda empresa de indumentaria deportiva más grande del mundo, precedida únicamente por Nike Inc.

La visión por su lado establece "ser los líderes en diseño con un enfoque en obtener lo mejor de los atletas con productos de rendimiento garantizado a nivel mundial". Como se podrá ver más adelante, Adidas hace hincapié en ser fieles a su cometido; logrando alianzas estratégicas con marcas de diseño y estándares de calidad líderes, mediante la creación de productos conjuntos únicos y de edición limitada.

1.2 Ventas

Gráfico 1: Evolución de Ventas Netas (Periodo 2012-2022) en millones de euros

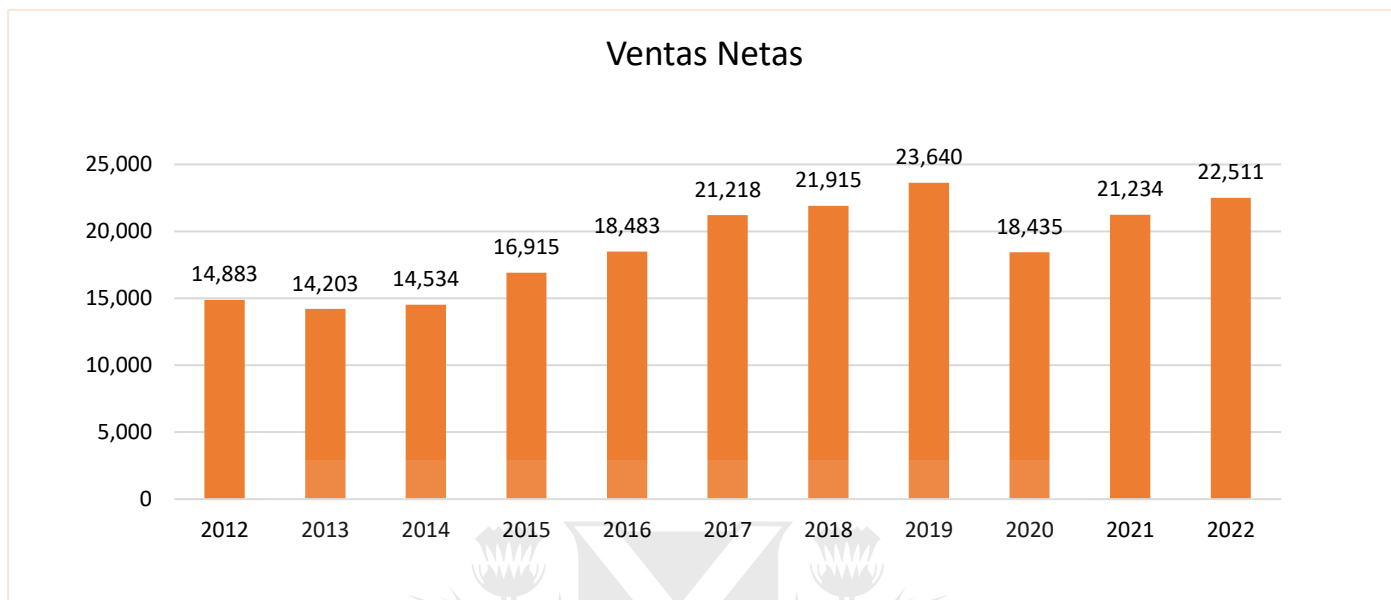


Gráfico 1, Fuente: *Elaboración Propia en base a Reporte Anual de ADIDAS AG 2022*

Las ventas netas mostraron un crecimiento sostenido desde principios de década, amulando un crecimiento de más del 58% para el periodo 2012-2019, con un CAGR del 6.84%. El último reporte muestra ventas por 22.511 millones de euros. Los efectos adversos de la pandemia vistos en 2020 y el corte en la tendencia se deben principalmente a factores como las medidas de prevención sanitaria y el cierre de tiendas físicas. A pesar de exhibir una fuerte recuperación en el 2021, el crecimiento visto en 2022 no alcanza expectativas, adjudicándose su desaceleración a un menor consumo discrecional fruto de los altos niveles inflacionarios en los principales mercados y el cierre de las operaciones en Rusia como respuesta a la invasión de Ucrania. El CAGR para los últimos 10 años 2012-2022 fue de 4.7%.

1.2.1 Discriminación por Zona

Gráfico 2: Evolución de Ventas Zona EMEA (Periodo 2017-2022) en millones de euros

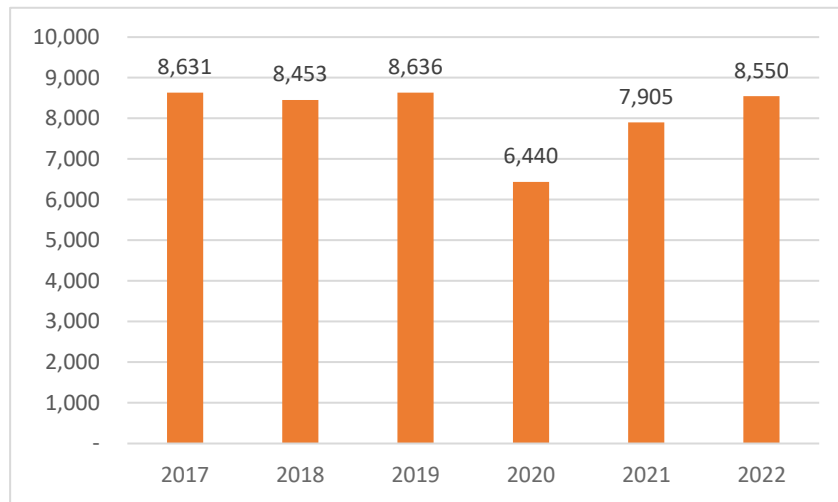


Gráfico 2, Fuente: *Elaboración Propia en base a Reporte Anual de ADIDAS AG 2022*

La evolución geográfica discriminada por zona nos permite observar cómo se comportaron las ventas de Adidas en cada uno de sus segmentos geográficos. En EMEA las ventas han crecido, pero parecieran haberse estabilizado; principalmente porque es el más maduro de los 4 grandes segmentos de mercado en los que opera y competir por una mayor cuota resulta complejo. A su vez, la incertidumbre de la economía en la región y el surgimiento de niveles de inflación anormales han acelerado el consumo, logrando así una recuperación de 22% para el 2021.

Gráfico 3: Evolución de Ventas Zona América del norte (Periodo 2017-2022) en millones de euros

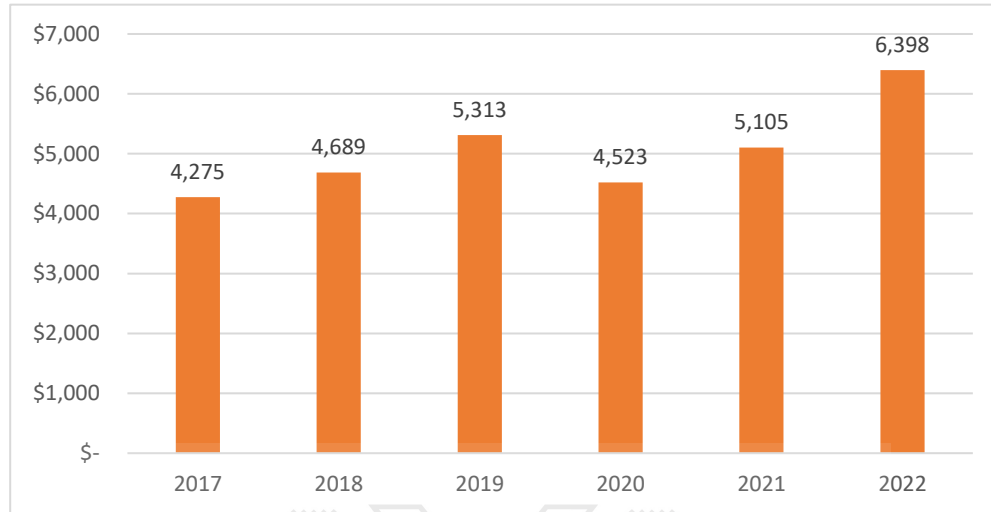


Gráfico 3, Fuente: *Elaboración Propia en base a Reporte Anual de ADIDAS AG 2022*

América del Norte por su lado ha crecido a una CAGR del 3.61%, y un 20% en total para el periodo 2017-2021. Este mercado mostro una recuperación 12.9% desde 2020; donde habría sufrido una caída en las ventas del 14.8%. Las rápidas medidas sanitarias y el rápido regreso a la normalidad de las actividades en la región fue un gran contribuidor para la recuperación. El 2022 a su vez también muestra un gran crecimiento, pero parte de este es explicado por el aumento generalizado de precios en la región. Aproximadamente un 30% del crecimiento observado en este mercado no corresponde con un incremento en las cantidades vendidas.

Gráfico 4: Evolución de Ventas Zona Asia (Periodo 2017-2022) en millones de euros

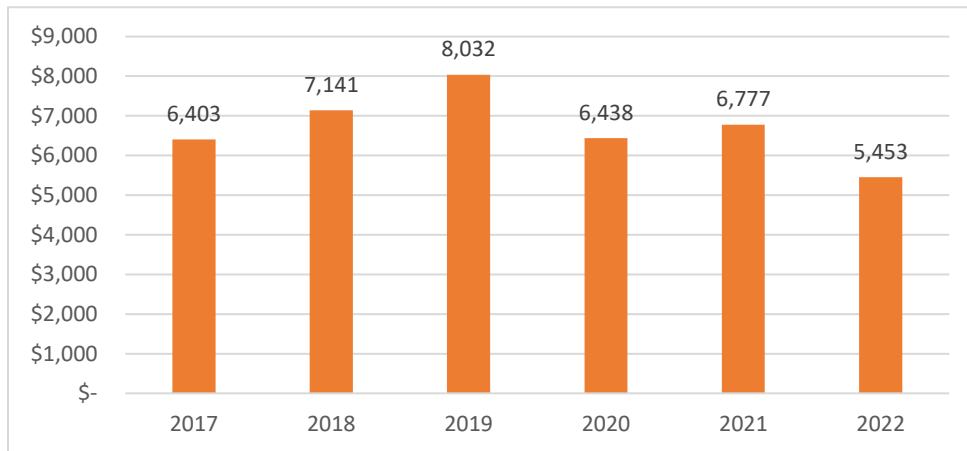


Gráfico 4, Fuente: *Elaboración Propia en base a Reporte Anual de ADIDAS AG 2022*

Para Asia y China se observó un gran crecimiento para el periodo 2017-2019, dando lugar a un incremento de las ventas de un 25.2% en tan solo 2 años. Como fruto de los grandes brotes y las estrictas medidas de prevención sanitaria en el continente, las ventas para esta zona fueron las más sufridas; cayendo un 24.8%. La recuperación sin embargo no fue tan fuerte como se esperaba. Esto se debe a varios factores. En primer lugar, tanto Adidas como Nike se han enfrentado a acusaciones de uso de trabajo forzado en sus cadenas de suministro en China, lo que ha generado descontento en los consumidores asiáticos y resentimiento en su intención de compra. Por otro lado, el surgimiento de rebrotes en la región y el cierre de tiendas físicas en una segunda instancia una vez más impacto negativamente a la recuperación; haciéndola la más pequeña de las 4 en las que opera con un 5%. Adicionalmente, el impresionante crecimiento que Anta Sports y Li Ning han visto en los últimos años (las dos marcas más grandes de indumentaria y calzado deportivo de China) ha tomado gran parte de la cuota de mercado que supo pertenecer a Adidas y Nike; desplazándolos cada vez más hacia un costado. En su conjunto ambas marcas controlan aproximadamente el 25% del mercado en China continental. Cabe destacar que ambas marcas operan exclusivamente en el territorio y el 100% de sus ventas en 2021 provino del mercado local. El gran éxito de estas es, según varios estudios atribuible a 3 factores: Una creciente tendencia de consumidores de China que deciden apoyar el crecimiento de marcas locales, precios relativamente más económicos a aquellos ofrecidos por marcas internacionales, un grado de calidad similar al de marcas internacional. Por último, según lo describió el CEO de

Adidas Kasper Roorsted en una entrevista, las marcas locales logran empatizar más con la moda oriental, logrando diferenciarse de esa manera. Adidas por su parte traslada la moda de occidente a oriente, debiendo realizar esfuerzos de marketing mucho mayores para lograr penetrar a la misma audiencia. Adicionalmente, el cese de operaciones y cierre de tiendas físicas en Rusia frente a su postura invasora exacerbó el deterioro de las ventas para la región, habiendo caído cerca de un 20% en 2022 para ubicarse en los \$5.453 millones de euros.

Gráfico 5: Evolución de Ventas Zona América latina (Periodo 2017-2022) en millones de euros

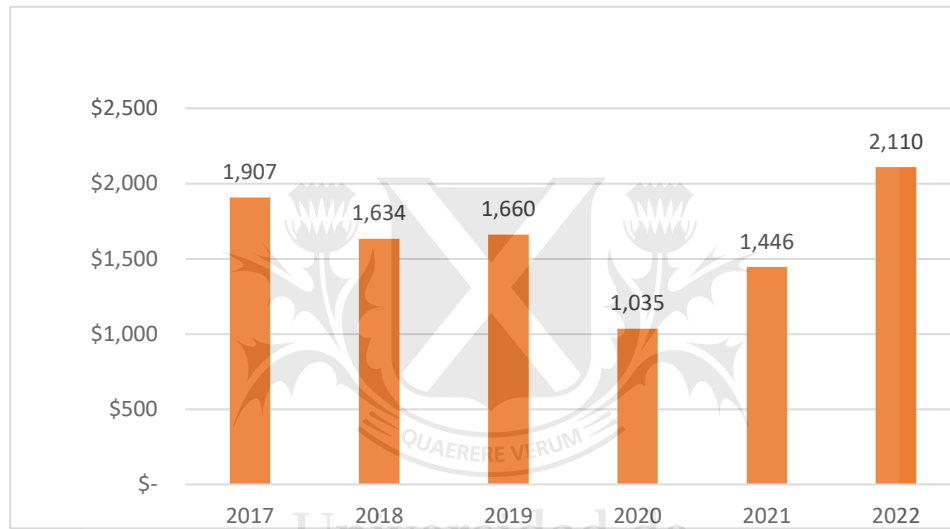


Gráfico 5, Fuente: Elaboración Propia en base a Reporte Anual de ADIDAS AG 2022

Por último, América Latina fue el mercado que mostró la recuperación más avasallante, creciendo un 47% entre 2020 y 2021. Gran parte de esta recuperación se atribuye a una clase media insurgente cuyo consumo se vio diferido y se efectivizó en 2021. Este diferimiento del consumo se dio principalmente debido al menor desarrollo relativo del comercio electrónico en la región y la poca infraestructura logística de la zona; lo que hace que las ventas en tiendas físicas primen por sobre las electrónicas. El 2022 a su vez mostró un crecimiento excepcional, ubicándose en 45.9%, acumulando desde 2020 un crecimiento del 105%.

1.3 EBITDA

El EBITDA en el último periodo fue de 1605 millones. La tasa de crecimiento acumulada anual para los últimos 8 años fue de 8.72%. Cabe destacar que tanto la depresión en 2014 como el salto en 2019 están explicados en la sección de Evolución de Precios más adelante.

Gráfico 6: Evolución del EBITDA (Periodo 2012-2022) en millones de euros

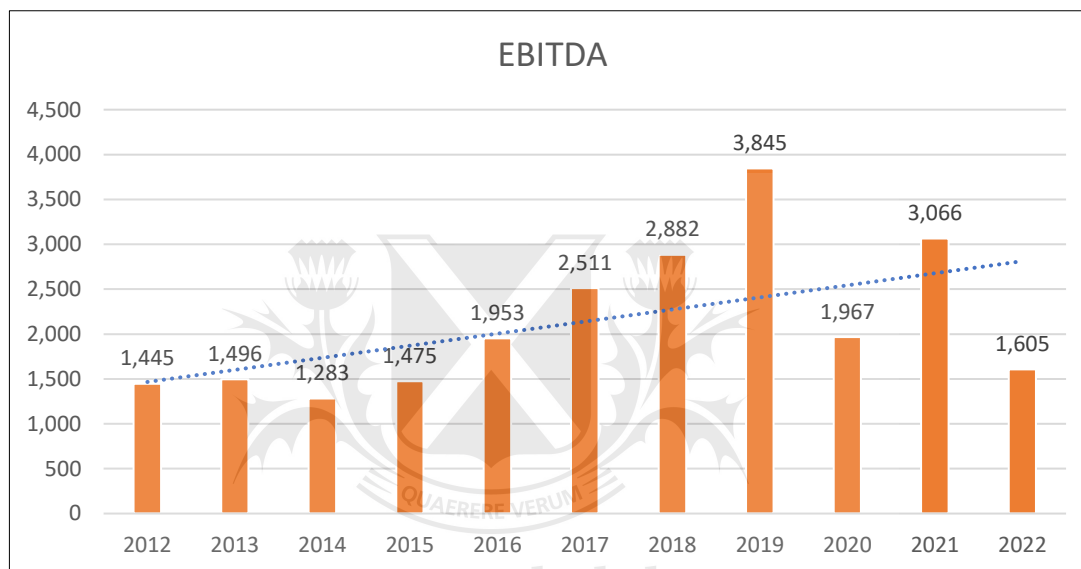


Gráfico 6, Fuente: Elaboración Propia en base a Reporte Anual de ADIDAS AG 2022

1.4 Mercado de capitales

Adidas AG es una empresa de capital abierto y sus acciones cotizan en el Deutsche Borse desde 1995. A su vez, la acción forma parte de los principales índices europeos como serlo DAX, EURO STOXX 50 y el MSCI World Textiles, Apparel & Luxury Goods. El símbolo (mayormente conocido como 'ticker') es **ADS**.

Al 31 de diciembre de 2022 la empresa poseía en circulación 178,5 millones de acciones ordinarias, cotizando a cierre de esa misma fecha en €127,46. Esto da como resultado un capital accionario de €22.756 millones. De acuerdo con la información obtenida del reporte anual de Adidas para el año 2022, el 99.3% de las acciones son de flotación libre; el saldo restante, 0.8% encontrándose en las arcas de tesorería El 19.2% de los inversores se clasifican como privados o fondos de inversión; mientras que el restante 80% se corresponde a inversores institucionales.

Gráfico 7: Distribución de tenencias Accionarias 2022

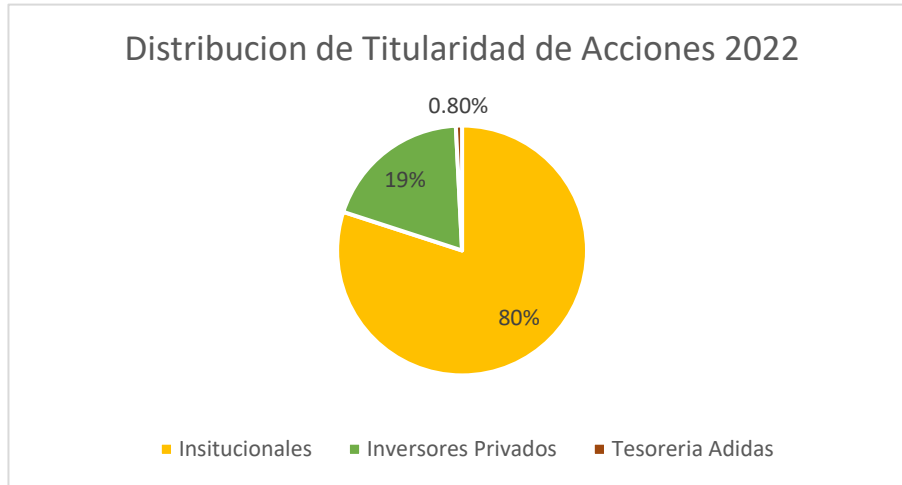


Gráfico 7, Fuente: *Elaboración Propia en base a Reporte Anual de ADIDAS AG 2022*

Entre ellos, podemos destacar a los 10 inversores con mayor cuota de participación, quienes en su conjunto suman el 7.56% del capital accionario de Adidas.

Tabla 1: Principales Inversores 2022

Accionista	Ownership
Oakmark International Fund	1.44%
Vanguard International Stock Index-Total Intl Stock Index	1.24%
Artisan International Value Fund	0.89%
Euro pacific Growth Fund	0.87%
Vanguard Tax Managed Fund-Vanguard Developed Markets Index Fund	0.69%
Morgan Stanley Inst Fd Inc-International Advantage Port	0.59%
MFS Series Trust X-MFS International Intrinsic Value Fund	0.52%
iShares Core MSCI EAFE ETF	0.51%
Growth Fund of America Inc	0.44%
BNY Mellon International Stock Fd	0.37%
Total	7.56%

Por otro lado, la distribución geográfica de propiedad se muestra sin aglomeraciones significativas, sin embargo, mostrando un muy pequeño alcance a inversores Latinoamericanos.

Gráfico 8: Distribución Geográfica de Inversores

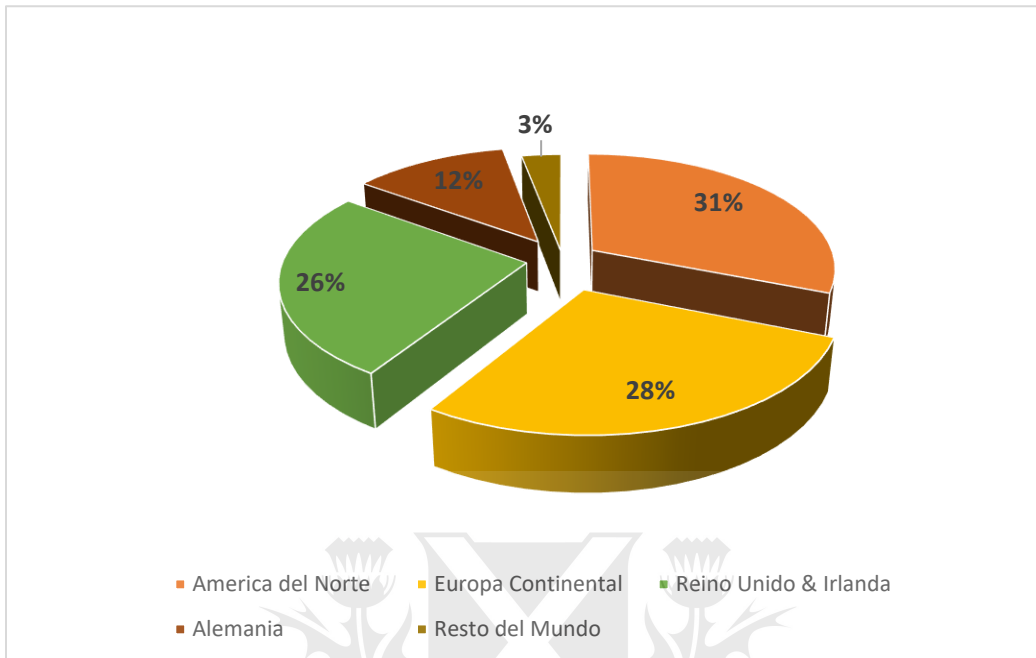


Gráfico 8, Fuente: *Elaboración Propia en base a datos de Yahoo Finance*

1.4.1 Programa de Recompra de Acciones

En el 2015 la junta directiva de Adidas autorizó la recompra de acciones para otorgar valor a los accionistas. Adidas utilizó este mecanismo para la distribución de resultados a sus accionistas para evitar realizar toda la distribución vía dividendos y afectarlos negativamente. A su vez, Adidas utiliza la **emisión de acciones para sus empleados** como forma de pago de bonos e incentivos; motivo por el cual debe utilizar este programa de recompra para no desvalorizar a sus accionistas actuales. Como parte de este programa Adidas recompro:

5.1 millones de acciones en 2018 por un total de mil millones de euros.

3.2 millones de acciones en 2019 por un total de 815 millones de euros.

4.1 millones de acciones en 2021 por un total de 1000 millones de euros.

8.9 millones de acciones en 2022 por un total de 1.500 millones de euros.

Cabe destacar que como parte de su política de manejo de caja como previsión para navegar eficientemente la pandemia en 2020 Adidas decidió establecer de estrictos controles de costos y

capital de trabajo, la reducción de la compensación gerencial, el cese del programa de recompra de acciones, como así suspensión del pago de dividendos. A la vez cabe destacar que como parte de la venta de Reebok Adidas aprobó en 2021 un programa de recompra de acciones extraordinario por un total de 1.5 mil millones de euros como mecanismo para devolver a los accionistas el capital generado fruto de la venta de la marca.

1.4.2 Evolución de la Acción

A diciembre de 2022 la acción cotiza a EUR \$127,46. En los últimos 10 años Adidas tubo 3 circunstancias de gran dispersión sobre sus rendimientos; 2014, 2019 y el último periodo 2022.

En 2014, Adidas experimentó una caída en el valor de sus acciones. Las acciones de la compañía cayeron aproximadamente un 20 % durante el año debido a una serie de factores, incluida una desaceleración en el crecimiento de las ventas en mercados clave como Rusia y China, y la falta de innovación en sus líneas de productos, agravado por un incremento en la competitividad del sector, poniendo presión sobre precios y márgenes.

El gran salto en valor que se observó en el 2019 de 25% se atribuye al sobrepaso de expectativas de mercado en los resultados de Adidas. Impulsado por fuertes ventas en los mercados clave de la compañía, incluidos Norteamérica y China, así como por una respuesta positiva a los lanzamientos de nuevos productos de la compañía y un avasallante crecimiento en las ventas de e-commerce cercano al 30% .

Por último, en 2022 la acción colapso como resultado del abismal deterioro de los márgenes de la empresa. A diciembre de 2021 las acciones de Adidas supieron ver sus máximos históricos, llegando a ubicarse levemente por encima de los 300 euros. En el 2022 estas perdieron el 62% de su valor. Esta pérdida de valor, sin embargo, no está únicamente asociada a los resultados presentados por la empresa sino a las condiciones generalizadas de mercado que se observaron en 2022. El incremento de las tasas a nivel global resulto en un incremento en las tasas de descuento sobre los modelos de Valuación empresaria, lo que resulto en una pérdida de valor de los títulos a nivel global, sin discriminar por sector. A su vez, el incremento de los costos impacto negativamente los márgenes de Adidas, perdiendo el margen bruto cerca de un 5% resultando

en un deterioro de los márgenes operativos, lo que en conjunto con la retirada de Adidas del mercado ruso termino por resultar en un año difícil para la empresa, y el valor de sus acciones supo reflejarlo. Cabe destacar que el índice en el cual cotiza Adidas, El STOXX 50, también sufrió de una depresión sobre su valor del 12%, y el MSCI World Textiles Apparel and Luxury perdió un 24% de su valor.

Gráfico 9: Evolución del Precio por Acción en euros

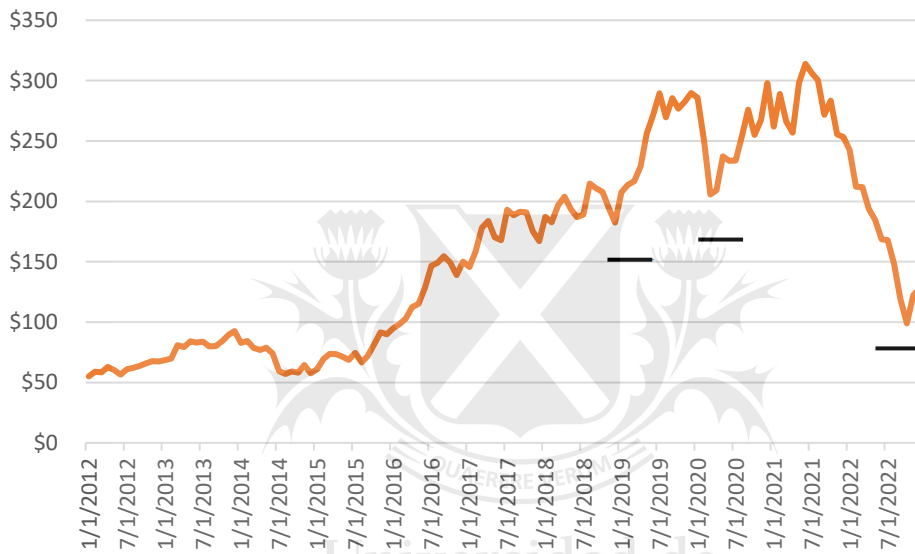


Gráfico 9, Fuente: Elaboración Propia en base a precios históricos de Yahoo Finance.

1.4.3 Rendimientos Históricos

El STOXX 50 es un índice bursátil que rastrea el rendimiento de las 50 empresas más grandes y con mayor liquidez de la zona euro y se considera un índice de referencia para la zona, utilizándose ampliamente como referencia para fondos de inversión. En 2021 Adidas era la 12ava empresa más grande del Índice por capitalización de mercado, pero un 2022 adverso la llevo al puesto 19.

En los últimos 10 años (2012-2022) el índice ha crecido en un 51%, numero sustancialmente inferior desempeño observado en Adidas. En el siguiente grafico se pueden observar los

rendimientos históricos de ambos en comparación. A pesar de estar correlacionados (principalmente debido a que Adidas forma parte del índice y compone el 3% de este) las volatilidades difieren. Adidas mostro una volatilidad sobre sus rendimientos del 7.94%, mientras que el STOXX 50 tuvo una volatilidad del 4.79%.

Gráfico 10: Volatilidad de los Rendimientos (Adidas vs STOXX50)

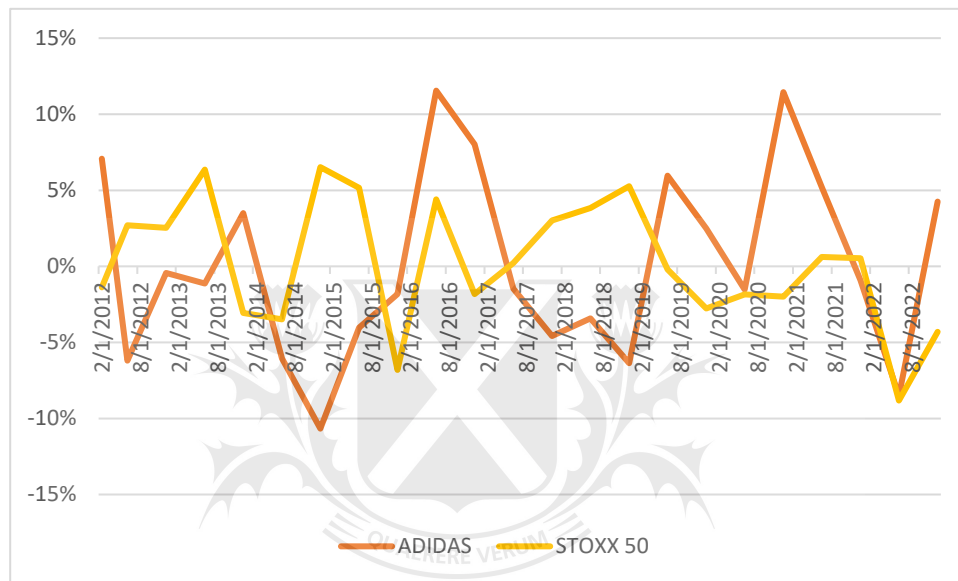


Gráfico 10, Fuente: Elaboración Propia en base a precios históricos de Yahoo Finance para el periodo 2012-2022

A continuación, se expone un gráfico en base 100 para visualizar la evolución de los retornos de las 5 mayores empresas del sector como así también del STOXX50; principal índice europeo del cual Adidas forma parte. Bajo esta perspectiva, el principal competidor, Nike, creció un 150% para el periodo 2018-2022, mientras que el crecimiento de Adidas fue inferior, cercano al 50%. Puma fue aquel que exhibió el mayor retorno, acumulando un 330% en el periodo. Esto se debe principalmente a que es una empresa mucho más chica y su política agresiva de precios para penetrar el mercado que viene arrastrando desde 2019 logro conseguirle resultados superiores a la de sus competidores.

Gráfico 11: Retornos de los participantes de la industria en base 100

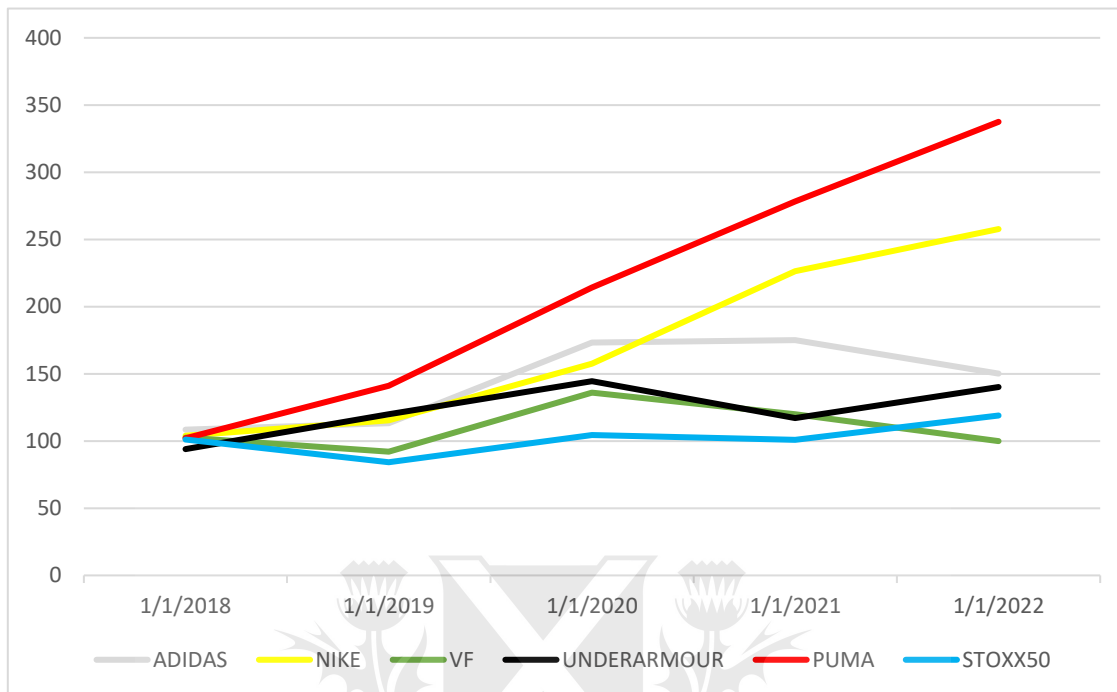


Gráfico 11, Fuente: Elaboración Propia en base a precios históricos de Yahoo Finance para el periodo 2018-2022

1.5 Historia de la Empresa

1948: Adolf "Adi" Dassler crea la empresa desarrollando el primer calzado de fútbol con tacos de rosca.

1950: Adidas se convierte en un importante proveedor de calzado de fútbol para equipos y jugadores de todo el mundo. Expansión a otros deportes, como el atletismo, y lanza su icónico logo de tres franjas.

1960: Adidas se convierte en el patrocinador oficial de la selección alemana de fútbol y se expande a EE. UU.

1970: Expansión de la línea de productos en ropa y accesorios. Patrocinador de eventos deportivos importantes, como los **Juegos Olímpicos y la Copa del Mundo**.

1980: Adidas se convierte en una **marca global** y se expande a nuevos mercados en todo el mundo, particularmente en Asia, mientras desarrolla nueva tecnología de calzado.

1990: Adidas inicia una **ola de adquisiciones** de marcas rivales de ropa deportiva, como Reebok, Salomon y TaylorMade para aumentar su participación en el mercado.

2000: Adidas continúa expandiéndose globalmente, particularmente en mercados emergentes como China e India. La empresa también comienza a centrarse en la sostenibilidad e **introduce productos ecológicos**.

2010: Adidas continúa expandiendo su presencia digital y lanza nuevos productos. Continúa enfocándose en la sustentabilidad e introduce nuevas tecnologías como **materiales reciclados**.

2020: Adidas se ve afectada por la pandemia de COVID-19, lo que provoca una disminución de la demanda e interrupciones en la cadena de suministro. La empresa cambia su **enfoque hacia lo digital** y el comercio electrónico, y continúa centrándose en la sostenibilidad y las nuevas tecnologías.

1.5.1 Compra de Marcas

La década del 2000 y 2010 fue una de grandes cambios, tanto para el mundo como para la industria de indumentaria deportiva. El surgimiento del internet y los sitios de comercio electrónico dio lugar a un mayor nivel de competitividad entre las empresas rivales existentes; tanto por precios como por captar a un mercado antes no explorado. Combinado con las tendencias de hábitos más saludables y una vida activa el tamaño del mercado creció exponencialmente. Para lograr captar la mayor cuota, posible Adidas entro en una ola de adquisiciones para expandir su oferta de productos y su base de consumidores.

Entre las principales marcas adquiridas durante la década podemos encontrar:

1. Salomon: en 1997, Adidas adquirió Salomon, una empresa francesa que se especializa en equipos y ropa para actividades al aire libre.
2. TaylorMade: en 1997, Adidas adquirió TaylorMade, un fabricante de equipos de golf.
3. Rockport: en 2006, Adidas adquirió Rockport, una empresa de calzado que se especializa en calzado cómodo.
4. Reebok: en 2006, Adidas adquirió Reebok por 3.800 millones de dólares, lo que la convirtió en el segundo fabricante de ropa deportiva más grande del mundo.
5. CCM Hockey: en 2007, Adidas adquirió CCM Hockey, una empresa canadiense que se especializa en equipos de hockey.

Gráfico 12: Ventas por Marca (Adidas y Reebok) (2017-2020) en millones de euros

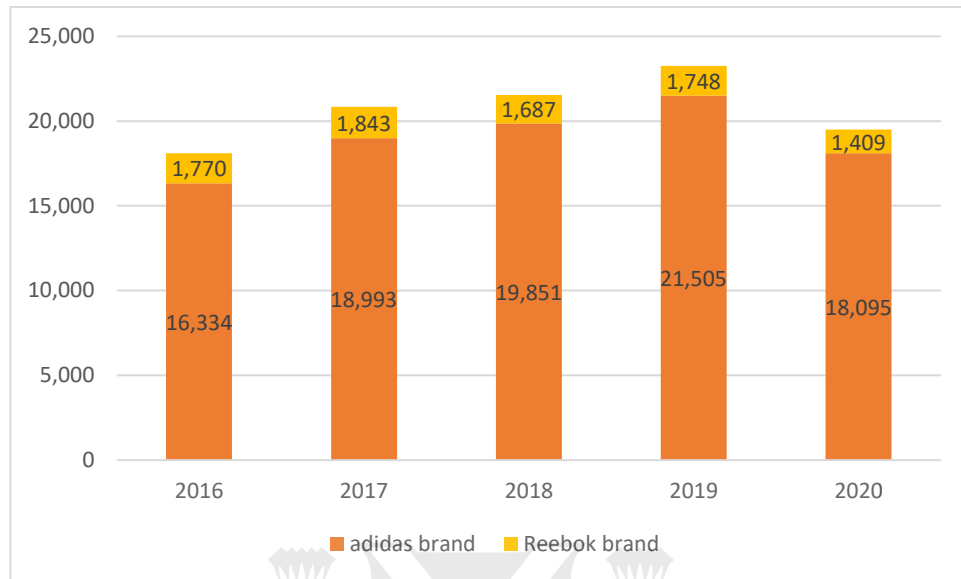
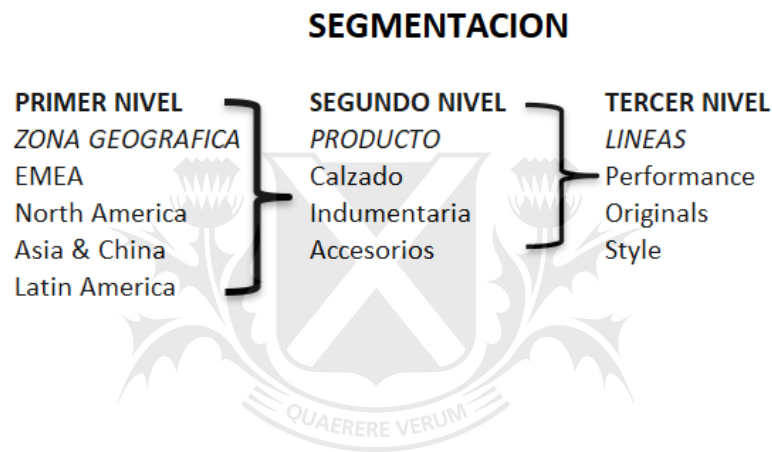


Gráfico 12, Fuente: *Elaboración Propia en base a reportes Anuales de ADIDAS AG de los periodos 2016 a 2020 (momento en el que se concreta la venta)*

Con el cambio de década y luego de un periodo de estagnación en la innovación de productos, Adidas comenzó a deshacerse de las marcas que había adquirido con el objeto de lograr enfocar sus esfuerzos en su principal negocio que era el mercado de calzado deportivo. Entre 2016 y 2018 Adidas vendió 4 marcas, aferrándose únicamente a Reebok, la cual tenía gran presencia en el mercado norteamericano. Esta representaba aproximadamente el 10% de las ventas netas. En El gráfico arriba detallado se puede observar la evolución de las ventas de Reebok; cuyas operaciones no lograban despegar. Es por esto y los bajos índices de rentabilidad de la unidad de negocio que, en 2020, Adidas anuncio que como parte de su nueva estrategia “Own The Game”, había resuelto comenzar un proceso de venta para la marca Reebok; la cual se concretó en 2021 por la suma de 2.1 mil millones de euros a Authentic Brands Group.

1.6 Segmentación

Adidas tiene 3 niveles de segmentación para su desarrollo operativo. La primera siendo la segmentación geográfica que comprende EMEA, América del Norte, Asia y América Latina. En el segundo nivel podemos encontrar diversificación por tipo de producto; como serlo Calzado, Indumentaria y Accesorios. Y por último esta última capa a su vez se subdivide en 3 líneas de negocio distintas; Performance, Originals y Style Essentials.



1.6.1 Primer Nivel

Segmentación por Zona Geográfica

Gráfico 13: Participación por Región sobre ventas totales en millones de euros

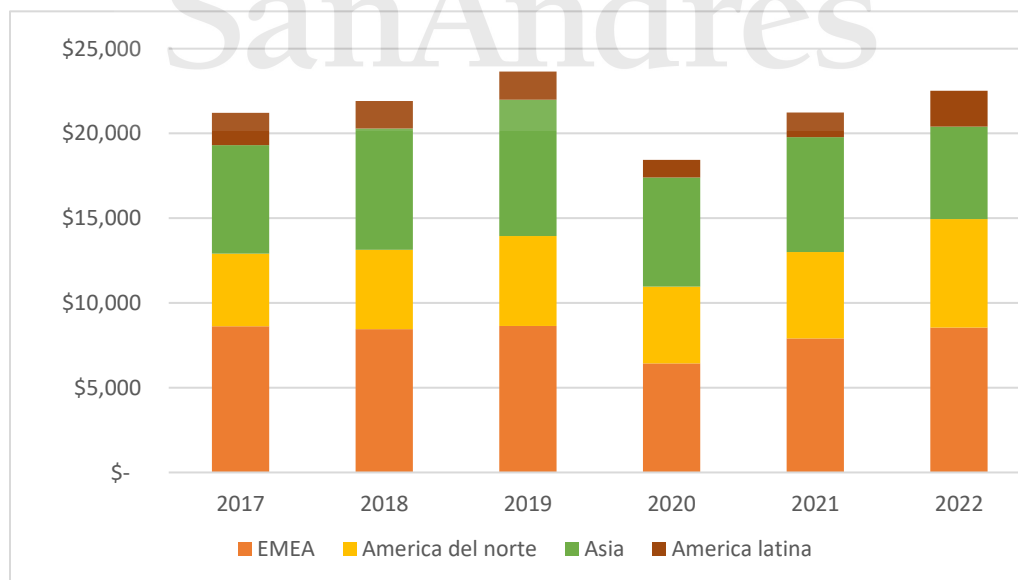


Gráfico 13, Fuente: Elaboración Propia en base a reportes Anuales de ADIDAS AG de los periodos 2017 a 2022.

Las ventas de Adidas son mayormente explicadas por el mercado europeo, que en 2022 comprendido el 38% de las ventas totales netas; seguido por Asia y China con un 28% y América del Norte con un 24%; dejando el saldo de 9% restante para América Latina y el resto del mundo. Durante los últimos años gran parte del crecimiento se vio explicado por el crecimiento en el mercado europeo. Sin embargo, los esfuerzos por sostener la cuota de mercado en oriente han conseguido mantener el segmento estable frente a la creciente competencia local que ha surgido en la última década. Desde 2018, el mercado que condujo el crecimiento de Adidas fue principalmente América del Norte. América Latina, a pesar de representar solo un 9% de las ventas globales, su desmesurada tasa de crecimiento ha logrado contrarrestar las bajas que se observaron en los mercados asiáticos fruto de los roces económico-comerciales y el surgimiento de nuevas marcas locales en oriente.

A pesar de haber sufrido una sustancial caída en las ventas netas en todos sus segmentos geográficos en 2020 como producto del cierre de las tiendas físicas, Adidas ha logrado recuperar las bajas, observando crecimientos a 2 dígitos en EMEA y Norteamérica; resaltando América Latina con un fuerte salto cercano al 40%. China y Asia por otro lado no lograron el mismo nivel de recuperación, principalmente explicado por la continuación de políticas restrictivas y medidas sanitarias que impiden el normal funcionamiento de las tiendas y circulación de las personas.

1.6.2 Segundo Nivel

Segmentación por Producto

Adidas concentra sus operaciones en 3 principales categorías de Producto:

- Zapatillas
- Indumentaria
- Accesorios

Gráfico 14: Ventas por Segmento de Producto en millones de euros

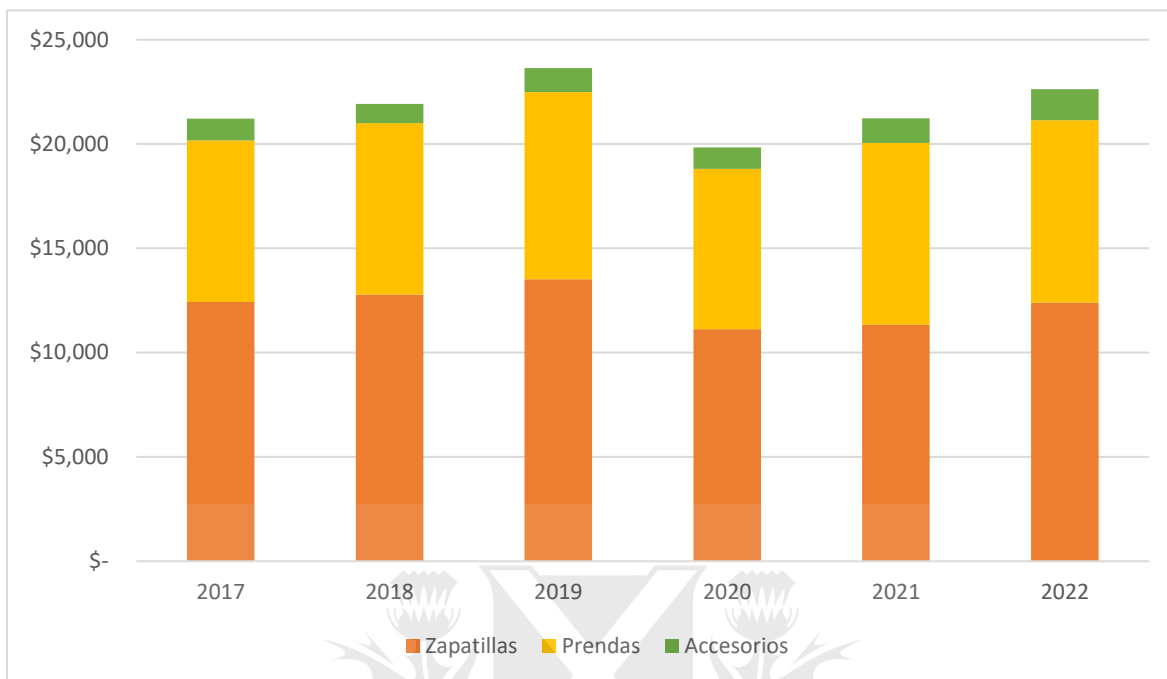


Gráfico 14, Fuente: *Elaboración Propia en base a reportes Anuales de ADIDAS AG de los periodos 2017 a 2022.*

A pesar de haber sufrido pequeñas fluctuaciones en la distribución de participación de cada línea de producto, Adidas se muestra muy estable, otorgando un promedio de atribuciones en los últimos 5 años de: 57% para calzado, 38% para indumentaria, y 5% para accesorios. La constante innovación le ha permitido a la empresa mantenerse en la vanguardia sin dar lugar a pérdidas sustanciales de cuota de mercado logrando estabilidad en la ponderación por producto. Sin embargo, desde el surgimiento de la pandemia en 2020 se ha observado un crecimiento de la proporción de indumentaria, aunque aún es pronto para determinar si es transitorio, este podría verse explicado por el surgimiento de la moda “casual sport” que analizaremos más adelante en la descripción de la industria.

Gráfico 15: Participación Promedio de Productos sobre Ventas Totales

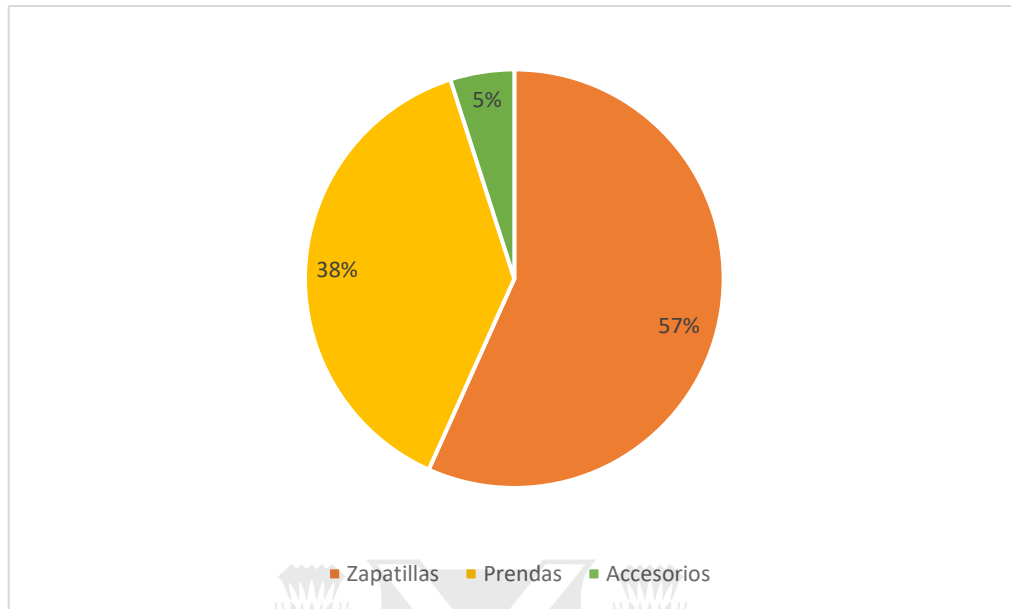
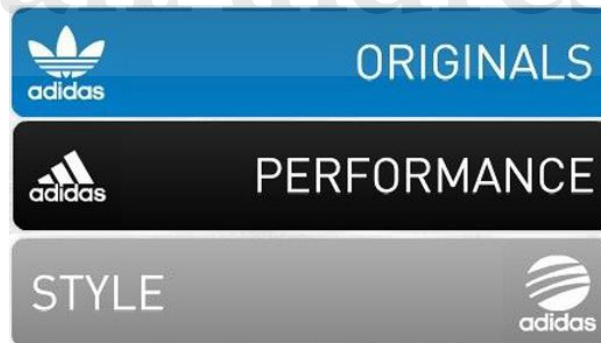


Gráfico 15, Fuente: *Elaboración Propia en base a reportes Anuales de ADIDAS AG de los periodos 2017 a 2022*

1.6.3 Tercer Nivel

Segmentación por Línea

Adidas posee tres amplias gamas de diseño las cuales hacen foco en distintos tipos de consumidores, y estas a su vez se comercializan en distintos tipos de tienda física, cada una adecuada a las preferencias del segmento de clientes al que apuntan.



La primera, “LifeStyle” es ropa y calzado cuyo origen supo ser deportivo y ergonómico, pero los esfuerzos de marketing han reorientado su uso a todos los días. “Originals”, comprende la mayor proporción del segmento “LifeStyle”, siendo prendas no deportivas que incorporan a un

segmento de clientes más joven y disruptivo con colores y diseños más innovadores a la vanguardia de la moda.

“Performance” por su parte apunta a deportistas y su uso se limita mayormente a entornos de entrenamiento, tanto para recién iniciados como profesionales.

1.7 Canales de Comercialización y Distribución

La empresa comercializa sus productos por 2 grandes canales; venta mayorista y DTC o Directo a Consumidor, la cual a su vez se subdivide en comercio electrónico y distribución en tiendas propias. Las tiendas propias varían en estilo y audiencia objetivo. Las llamadas “Concept Stores” pueden variar entre Performance o Originals, siendo el logotipo en la entrada el indicador.

En primer lugar, la venta mayorista B2B a tiendas multimarca representa el 62% de las ventas. Seguido por la venta DTC, el 20% se atribuye a tiendas propias, mientras que el restante 18% corresponde la plataforma de E-Commerce.

Gráfico 16: Distribución de Ventas por Canal de comercialización.

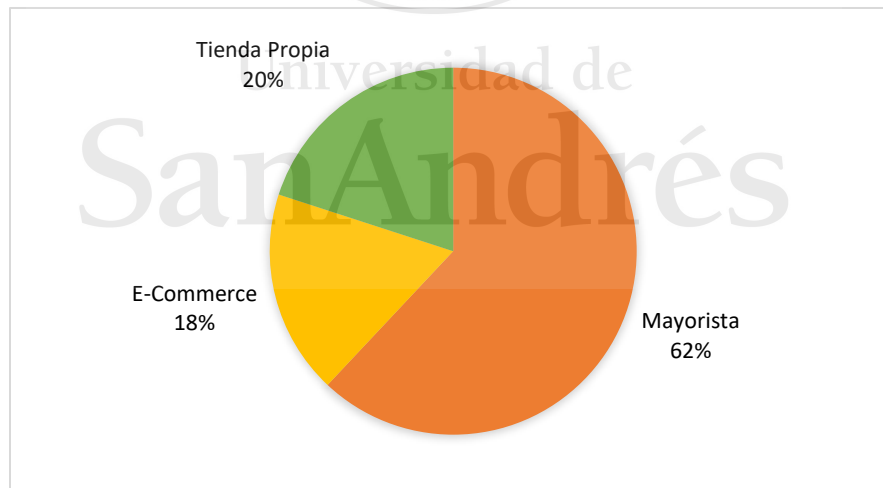


Gráfico 16, Fuente: Elaboración Propia en base a reporte Anual de ADIDAS 2022

Como fruto del cambio en los hábitos del consumidor a nivel global Adidas ha canalizado sus esfuerzos para mejorar la experiencia de compra del consumidor en sus plataformas digitales, tanto en la página web www.adidas.com como así en la aplicación móvil que implemento a comienzos del 2020. Adidas ha realizado importantes inversiones en sus capacidades de

comercio electrónico, incluido el desarrollo de sus propias plataformas en línea, la integración de nuevas tecnologías como inteligencia artificial, y la expansión de sus ofertas de comercio electrónico. Estos esfuerzos han permitido a Adidas llegar a nuevos clientes, impulsar el crecimiento de las ventas y alimentar la lealtad de los clientes. Este énfasis en la comercialización electrónica que intenta replicar la interacción física con el cliente en las tiendas resultó en un incremento de las ventas digitales en un 50% contra el 2020; actuando como atenuador para la baja en las ventas debido al cierre de sus más de 2200 tiendas físicas alrededor del mundo durante los rebrotes de COVID-19. Cabe destacar que de acuerdo a lo expuesto por Kasper Rørsted, CEO de Adidas, las ventas por E commerce crecieron un 700% desde el 2015.

Para el 2025, se espera las ventas DTC comprendan el 50% del total, principalmente impulsado por un fuerte crecimiento del canal electrónico. En línea con sus proyecciones, Adidas se ha mostrado ávido de mantenerse a la vanguardia en los cambios de tendencia en patrones de consumo, invirtiendo cerca de 900 millones de euros anualmente en el desarrollo y difusión de sus plataformas en línea, incluida la compra de más de 50 tiendas de comercio electrónico para potenciar su presencia online. A su vez la creación de Adidas Members Club (un programa de lealtad) se ha puesto en marcha desde 2019 con el objeto de mejorar la experiencia de compra online de los usuarios, como así también un alto grado de personalización de productos en algunos de sus segmentos de calzado. Asimismo, Adidas se unió al metaverso para reforzar aún más la digitalización empresarial y lograr captar clientes jóvenes.

A su vez, el gran crecimiento visto en las ventas online ha creado nuevas necesidades a nivel empresa; principalmente en la distribución de sus empleados. En el último año el número de empleado en el sector de tecnología creció un 275%, pasando de 1400 en 2020 a 4000 en 2021. A su vez, la creciente necesidad de envíos puerta a puerta que resulta de la venta vía e-commerce arrastra un crecimiento en el número de empleados del área logística; creciendo estos a un CAGR del 14% desde el 2017. Para el periodo 2017-2022 el número de empleados del sector de tecnología creció un 417%, y fue el único que no sufrió recortes en ningún año.

Gráfico 17: Número de Empleados por Área

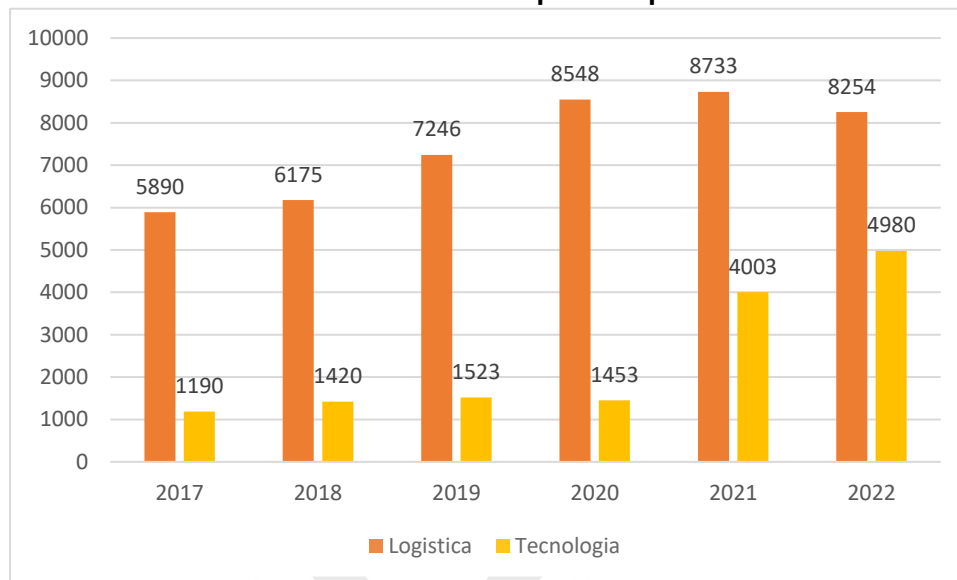


Gráfico 17, Fuente: Elaboración Propia en base a reporte Anual de ADIDAS 2017 a 2022.

1.7.1 Canales de Abastecimiento y Proveedores

Adidas posee 114 socios estratégicos para la fabricación de sus productos. Estos a su vez subcontratan a más de 500 centros de producción y manufactura; los cuales Adidas supervisa y autoriza con el objeto de que los mismos se alineen con las regulaciones de equidad de género y sustentabilidad impuesto por Adidas para su cadena de valor.

De los 114 socios; el 35% de ellos han trabajado con Adidas durante más de 20 años, mientras que el 65% ha trabajado durante 10 años o más. Cabe destacar que el 71% de estos están ubicados en el continente asiático. A pesar de sus esfuerzos por diversificar la cadena de suministro Adidas permanece altamente dependiente de la terciarización de la producción en plantas de oriente; acumulando Asia más del 90% de la producción global.

Gráfico 18: Plantas de Producción por Producto por Región

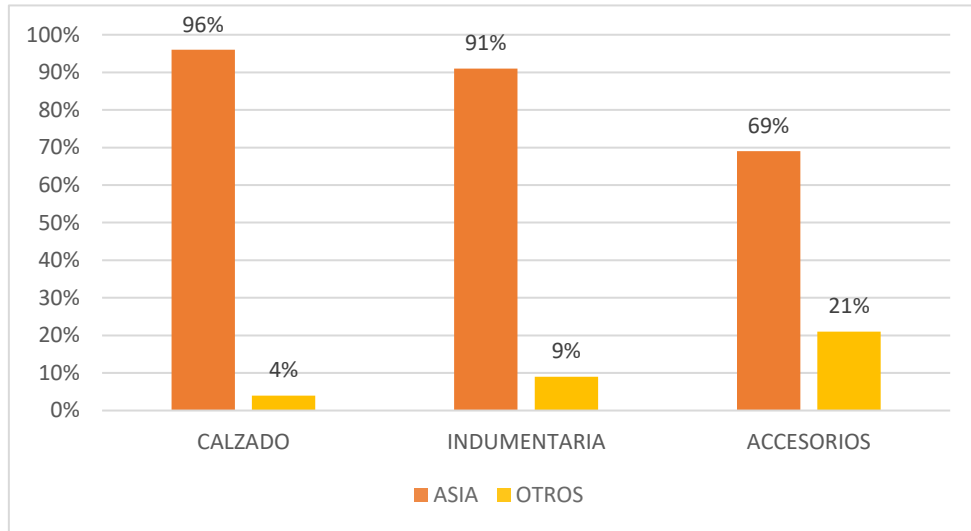


Gráfico 17, Fuente: *Elaboración Propia en base a reporte Anual de ADIDAS 2022.*

La evolución de unidades producidas por Adidas en los últimos 6 años se expone a continuación.

Gráfico 18b: Unidades producidas por Producto en millones.

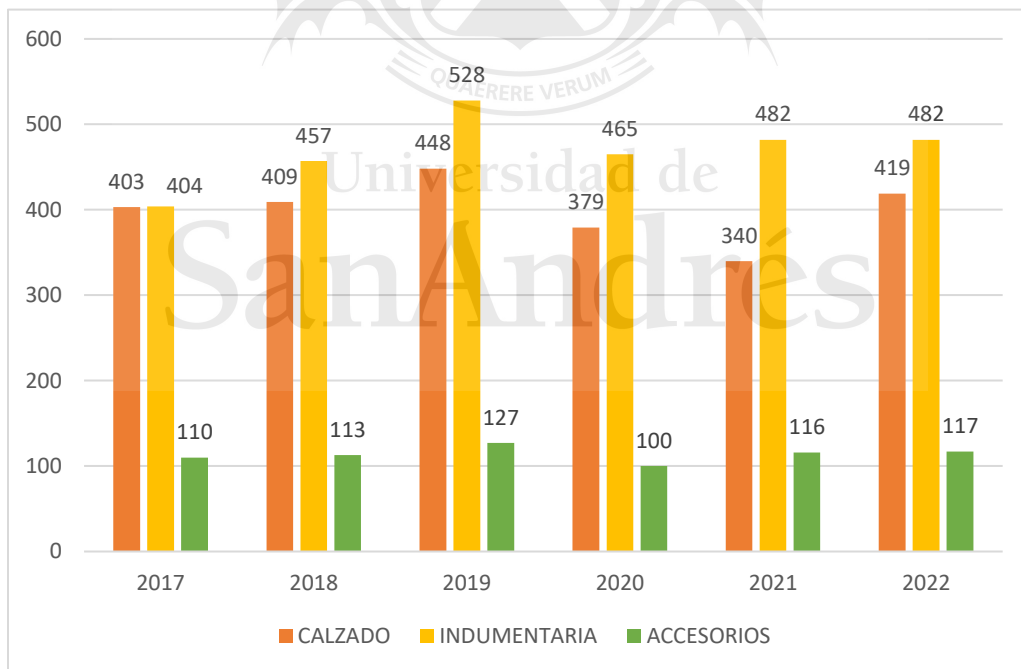


Gráfico 18, Fuente: *Elaboración Propia en base a reporte Anual de ADIDAS 2017-2022.*

2. Análisis de la Industria

La industria de calzado e indumentaria deportiva comprende el diseño, manufactura y venta de productos que principalmente apuntan a practicantes de deportes como pueden serlo el futbol, básquet, running, ciclismo y senderismo entre otros. Sin embargo, en las últimas 2 décadas la industria deportiva se ha redefinido para atender las demandas de un consumidor cuyos gustos y preferencias cambiaron. Lo que una vez supo ser calzado y prendas diseñadas para el rendimiento deportivo paso a ser una prenda de uso cotidiano. Esta tendencia llamada “Athleisure” o “Moda Activa” ha tomado tal importancia que la industria de manufactura deportiva es ahora llamada “Athleisure o ActiveWear Industry”.

2.1 Análisis Cualitativo: Tendencias

2.1.1 ActiveWear o Athleisure

La industria de la Moda Activa se refiere a la tendencia de usar ropa y calzado de estilo atlético para actividades deportivas y no deportivas. Se trata de prendas de vestir como pantalones de yoga, mallas, zapatillas y buzos con capucha que están diseñadas para ser funcionales y con un alto grado de estilo en su diseño. La tendencia athleisure comenzó a surgir a principios de la década de 2010 y, desde entonces, se ha convertido en un fenómeno global, con muchas personas que eligen usar ropa y calzado de estilo deportivo no solo para hacer ejercicio y deportes, sino también para actividades cotidianas como hacer las compras, salidas sociales y hasta inclusive utilizarlas en el ambiente laboral. El gran crecimiento que vio esta moda en los últimos años es atribuible a un gran número de factores; los principales expuestos a continuación.

2.1.2 Concientización de la Salud

El estilo de vida saludable se refiere a una tendencia creciente hacia una forma de vida más saludable que incluye ejercicio regular, alimentación saludable y manejo del estrés. Esta tendencia se ha visto impulsada por un mayor nivel de conciencia colectiva sobre la importancia de un estilo de vida saludable y el impacto de las enfermedades relacionadas con el sedentarismo, como la obesidad, las enfermedades cardíacas y la diabetes. El sedentarismo y la mala alimentación son cada vez más criticados y la viralización de estos ha formado consumidores más conscientes e informados; a pesar de que el nivel de penetración de la información en los sectores más vulnerables o de menor nivel formativo es menor.

La tendencia hacia un estilo de vida saludable ha tenido un gran impacto en la industria alimenticia como también así dio lugar al crecimiento de la industria del deporte, con más personas que buscan ropa y calzado que sea funcional y de moda para sus actividades deportivas. La demanda de productos que apoyen un estilo de vida saludable ha creado una importante oportunidad de mercado para las empresas que logren adaptarse.

2.1.3 Prendas con Tecnología

La tecnología de la oferta de productos es un factor determinante de esta moda predominada por el confort y la funcionalidad. Esto genera una constante necesidad de innovación ya que las empresas deben lograr ofrecer a sus clientes productos con nuevas funcionalidades.

Algunos ejemplos incluyen:

- Tejidos inteligentes que pueden monitorear y controlar varios aspectos de la prenda, como la temperatura, la frecuencia cardíaca y el movimiento.
- Materiales que absorben la humedad diseñados para alejar el sudor de la piel.
- Materiales transpirables que permiten que el aire fluya a través de la prenda, evitando la acumulación de calor y humedad.
- Materiales resistentes a los rayos UV

- Materiales aislantes para proporcionar calor, lo que los hace ideales para usar en climas fríos.
- Materiales elásticos diseñados para estirarse y moverse con el cuerpo, brindando comodidad y libertad de movimiento.
- Placas de carbono diseñadas para acrecentar la eficiencia del esfuerzo en el calzado deportivo.

2.1.4 Metamorfosis de Consumo

En segundo lugar y no menos importante, el surgimiento de la pandemia en 2020 ha dado lugar a un cambio en los patrones de consumo de los consumidores. Pasando más tiempo en casa y menos en la oficina, la utilización de prendas formales se vio disminuida; mientras que la elección de prendas más confortables se instauro a nivel global como así su aceptación social.

A su vez, estudios han concluido que mas del 65% de los consumidores de la moda activa elijen sus prendas basados en el confort, mientras que solo el 11% considera el precio como un factor determinante. Esta informacion denuevo refuerza la idea de un mercado primariamente joven, segmento en el cual la utilizacion de indumentaria y calzado “ activo” prevalece aun mas.

Gráfico 19: Motivo de compra de “ActiveWear”

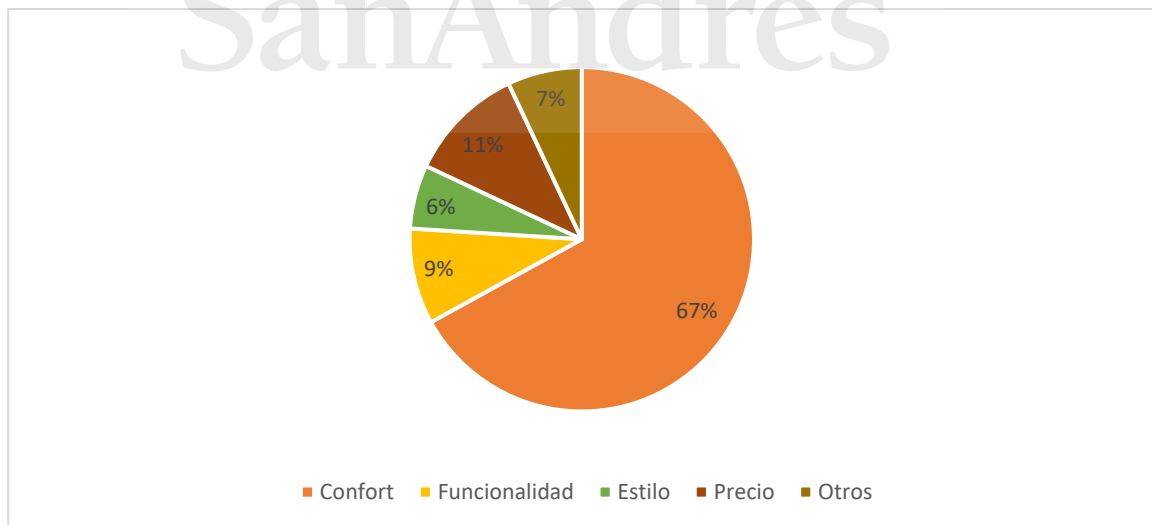


Gráfico 19, Fuente: *Elaboración Propia en base a reporte de LifeStlyeMonitor de encuesta a consumidores.*

2.1.5 Digitalización de compras

Investigaciones de mercado llevadas a cabo por Morgan Stanley revelaron que el mercado de E-Commerce representara el 26% de las ventas de retail a nivel global para 2026; siendo principalmente impulsado por las facilidades en el acceso a internet, la multiplicidad de medios de pago internacionales y la creciente digitalización transversal de las generaciones tanto presentes como futuras. Cabe destacar que en el mismo estudio se concluyó que la tasa de consumidores que compran online directamente en la página de la marca está creciendo con mayor velocidad que la de compra en sitios de comercio electrónico multimarca; una vez más reforzando la idea de que las empresas deben adecuar sus canales de distribución para satisfacer este cambio en los patrones de comportamiento, movimiento en el cual Adidas es pionero.

Esta nueva infraestructura digital es necesaria para satisfacer las nuevas tendencias de moda rápida que están surgiendo en la industria, ya que no es posible seguirle el ritmo al mercado si se prescinde de velocidad de respuesta en la cambiante demanda. Un estudio de Cotton LifeStyle Monitor, líder en el análisis de la industria textil, ha concluido que más del 65% de los consumidores de entre 15-34 años esperan que las marcas ofrezcan productos nuevos al menos una vez por mes. A su vez proyecta que, en los próximos años, la ropa deportiva represente el 68% del crecimiento total de la industria de moda; tanto por las tendencias de consumo como por el diferimiento de las compras producto de la pandemia. Morgan Stanley estima que casi el 20 por ciento de la producción de zapatillas de Nike y Adidas se trasladará a fábricas más automatizadas para 2023 debido a un entorno de compras de "compre ahora/use ahora" forzado por el cambio al comercio electrónico; generando nuevas necesidades de inversión en la automatización de fábricas para poder sostener los márgenes y mantenerse competitivo en la industria.

2.1.6 Surgimiento de marcas Locales

El surgimiento de nuevas marcas locales principalmente en mercados de menor desarrollo como serlo Asia o América Latina se vio impulsado en los últimos años. Hay muchos factores que caracterizan esta tendencia; sin embargo, entre ellos hay varios que podemos destacar.

En primer lugar, un creciente número de consumidores intenta mostrar su identidad a través de las prendas que utilizan, buscando marcas locales que se alineen con sus valores y principios. Por otro lado, las marcas locales suelen tener una estructura de costos inferior a las grandes marcas internacionales pudiendo ofrecer sus productos a un precio más asequible, coincidente en muchos casos con el poder adquisitivo de su audiencia objetivo. Por último, al ser empresas de menor envergadura les permite crear un mayor nivel de personalización y estándares de calidad, atributos muy valuados por los compradores.

Todo esto se ve a su vez acentuado por la pandemia que trajo aparejado una balanza de pagos débil para los países menos desarrollados, precisando algunos imponer barreras a la importación de bienes entre ellos la indumentaria.

Nuevas marcas de Oriente como Li Ning han desarrollado el mercado local de calzado de Performance de alto nivel y han tenido un crecimiento enorme, fruto de las ásperas relaciones comerciales de China con Estados Unidos y consumidores que eligen a marcas locales sobre las de occidente; poniendo presión sobre las expectativas de crecimiento de las grandes marcas en los mercados asiáticos.

2.1.7 Colaboraciones con marcas de lujo

La tendencia de colaboraciones entre marcas de lujo y marcas de ropa deportiva, se ha vuelto cada vez más popular en los últimos años. Esta tendencia está impulsada por consumidores que buscan ropa deportiva de moda y de alta calidad que combine el rendimiento y la comodidad de con el estilo y el lujo de la alta gama; que no solo sirva para el propósito previsto, sino que también refleje su estilo personal.

Estas colaboraciones están diseñadas para reunir las fortalezas de ambas marcas para crear productos que atraigan a los consumidores que buscan una combinación de estilo y rendimiento. Las marcas de lujo aportan su experiencia en diseño e imagen de marca, mientras que las marcas de ropa deportiva aportan su experiencia en la creación de ropa y calzado funcionales y de alto rendimiento. Al asociarse con marcas de lujo, Adidas puede acceder a nuevos mercados y llegar a nuevas audiencias. Entre ellas podemos encontrar a Gucci, Alexander Wang y el diseñador de Japón Yohi Yamamoto; mejor conocido como Y-3.

2.1.8 Sustentabilidad

La industria deportiva no escapa a la creciente concientización sobre la sustentabilidad y la moda circular. Los crecientes niveles de transparencia requeridos por los consumidores han obligado a la industria a tomar conciencia y medidas concretas sobre sus acciones hacia la moda sustentable. Encuestas han demostrado que 2 de cada 3 consumidores considera la sustentabilidad como un argumento excluyente a la hora de comprar; motivo por el cual las empresas no pueden hacer la mirada hacia un lado y deben hacer grandes inversiones en R & D con el objeto de crear prendas y calzados más “verdes”. Esta tendencia es tangencial a todas las empresas de la industria, principalmente guiada por su bloque mayoritario de consumo que muestra un mayor grado de conciencia ambiental. Por su parte Adidas ha incrementado su uso de materiales reciclables en la confección de su calzado en un 20% desde el 2020, y la estrategia bajo la cual se encuentran proyecta utilizar materiales 100% reciclables en toda su línea de producción desde el 2024 en adelante. Otras empresas líderes del sector como pueden serlo Nike o Puma también adhirieron al movimiento, sin embargo, Adidas es pionero en ese aspecto, motivo por el cual resulta la empresa favorita en encuestas de mercado, a pesar de no ser la que tiene la mayor cuota. En 2021, 7 de cada 10 productos fabricados por Adidas estuvieron compuestos total o parcialmente por materiales reciclados o reciclables.

El programa piloto de circularidad de Adidas, 'Hecho para ser rehecho', un esquema de recuperación donde los consumidores pueden usarlo y luego devolverlo escaneando un código QR a través del producto para que pueda ser rehecho. El programa 'Made to Be Remade' es el primer enfoque de Adidas para extender la vida útil de los productos.

2.2 Análisis Cuantitativo de la Industria

2.2.1 Tamaño del Mercado

Ubicándose cerca de los 245.000 millones de dólares, las ventas de la industria han acumulado un crecimiento para el periodo 2015-2022 del 80.03%. La tasa de crecimiento anual acumulada asciende a 6.86%. Gran parte de este crecimiento en las ventas es consecuencia de un gran esfuerzo de desarrollo del mercado femenino y la masificación de los medios electrónicos que han abierto novedosos canales de comercialización, que como se vio anteriormente ya representan el 20% de las ventas de la industria.

Gráfico 20: Ventas Totales de la Industria en millones de euros

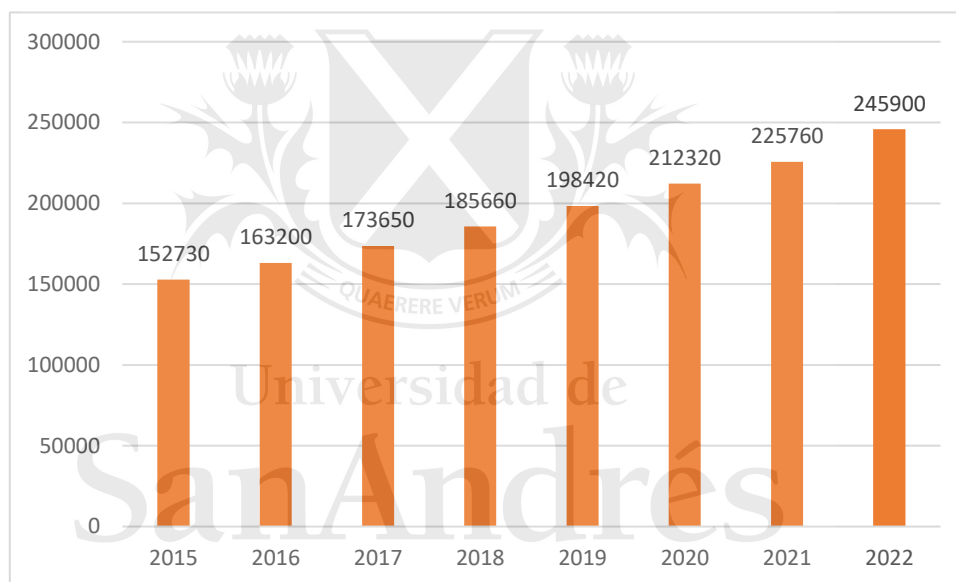


Gráfico 20, Fuente: *Elaboración Propia en base a datos de Statista para el periodo 2012-2022*

2.2.2 Composición del Mercado

2.2.2.1 Mercado de Calzado Deportivo

El Mercado de zapatillas deportivas ha mostrado un crecimiento sostenido. El siguiente gráfico, comprendiendo el periodo 2015-2022, muestra una tasa de crecimiento anual de poco más de 6%. Salvaguardando la caída que sufrió producto de la reiterativa pandemia, el mercado acumula desde 2012 un crecimiento del 89% y su CAGR asciende a 6.59%.

Gráfico 21: Ventas Totales de Calzado en millones de euros

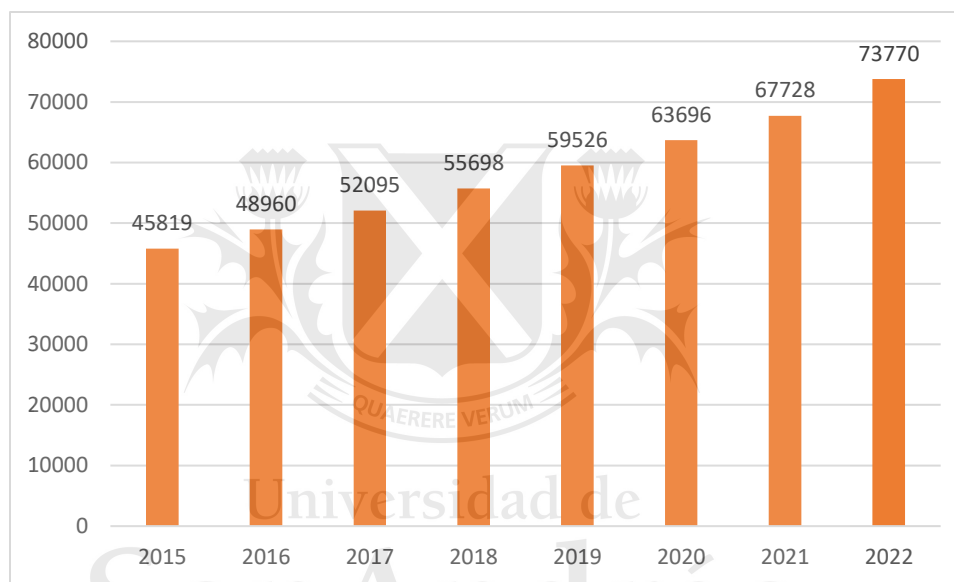


Gráfico 21, Fuente: *Elaboración Propia en base a datos de Statista para el periodo 2012-2022*

En lo referente a calzado deportivo, las expectativas de crecimiento se mantienen fuertes. Fuentes como Statista atribuyen su crecimiento a la ya mencionada cultura de la salud, y un mayor nivel de gasto en calzado de Performance por parte de deportistas Amateur. La profesionalización de los deportistas promedio es uno de los factores que alimentan el crecimiento futuro.

2.2.2.2 Mercado de Indumentaria

El mercado de indumentaria, a diferencia del de calzado, presenta un mayor nivel de volatilidad. Este comportamiento se explica principalmente por la presencia de un mayor número de marcas en el segmento lo que resulta en una valorización más compleja y fluctuante debido a la entrada y salida de nuevas marcas.

Gráfico 22: Ventas Totales de Indumentaria Deportiva en millones de euros

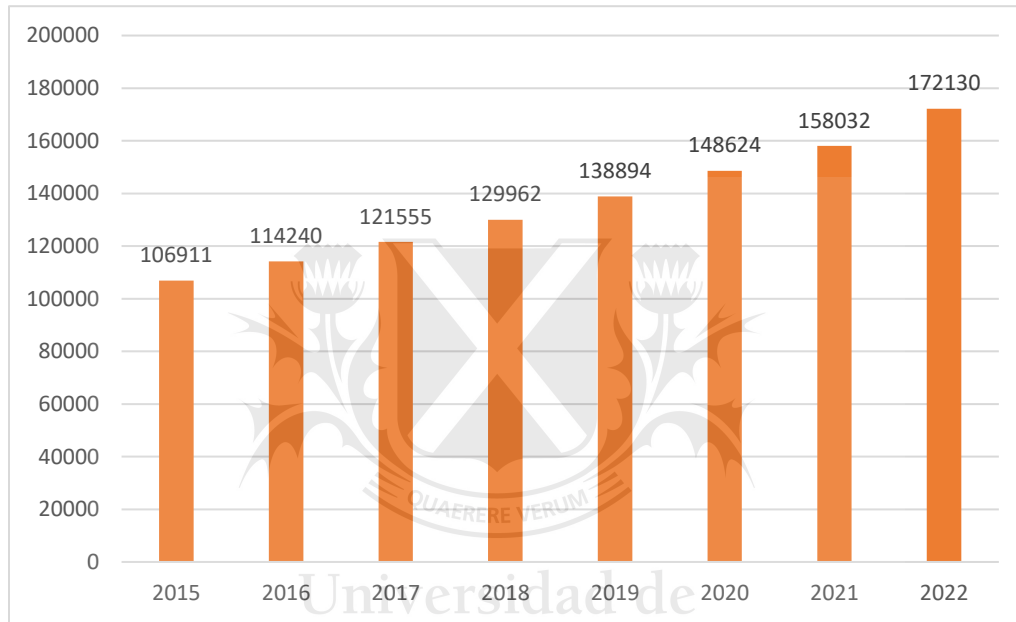


Gráfico 22, Fuente: Elaboración Propia en base a datos de Statista para el periodo 2012-2022

Nike y Adidas se mantienen líderes en los segmentos de calzado, seguido únicamente por Puma, pero con una cuota de mercado muy inferior. El segmento de indumentaria por otro lado incorpora grandes marcas como pueden serlo Lululemon Athletica, GAP o Under Armour, que, a pesar de fabricar calzado, compiten principalmente en el mercado de indumentaria.

El gráfico podemos observar que el segmento mostro un crecimiento anual de alrededor de 8% y se espera su tendencia alcista se sostenga alimentada por las nuevas tendencias de consumo que surgieron luego del fin del confinamiento. La mayor parte del crecimiento se espera provenga del mercado femenino, que está valuado por encima del segmento de hombres y niños en conjunto.

2.3 Distribución Geográfica del Mercado

En sintonía con los datos que se observan en el reporte anual de Adidas, el mercado predominante de la industria sigue siendo el de Norte América, comprendiendo alrededor del 35% del total, seguido por Europa 30%, Asia 20% y LAMEA y resto de los países tomando el 15% restante la cuota de mercado. A pesar de ser una industria con altas barreras de entrada, su crecimiento histórico avasallante de 2 dígitos sigue trayendo nuevos competidores al mercado y estos han logrado acaparar cuotas de mercado significativas de los principales líderes mundiales como pueden serlo Adidas o Nike.

Gráfico 23: Distribución Regional del Mercado de “ActiveWear”

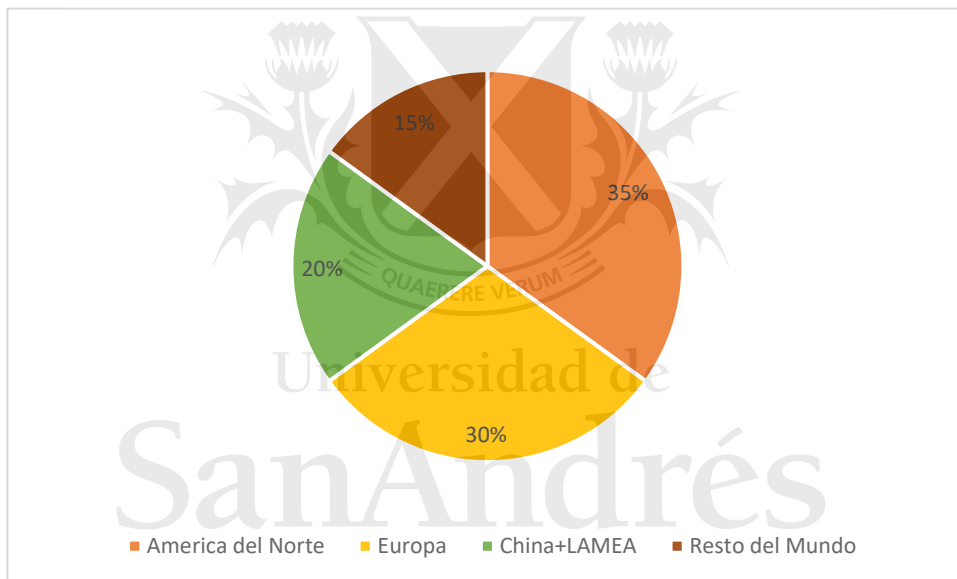


Gráfico 23, Fuente: *Elaboración Propia en base a datos de Statista para el periodo 2021*

2.4 Distribución Demográfica

A su vez, el mercado se encuentra principalmente dominado por la moda femenina que representa hasta un 65% de las ventas; mientras que hombres y niños en su conjunto conforman el restante 35%.

Gráfico 24: Cuota de Mercado por Genero

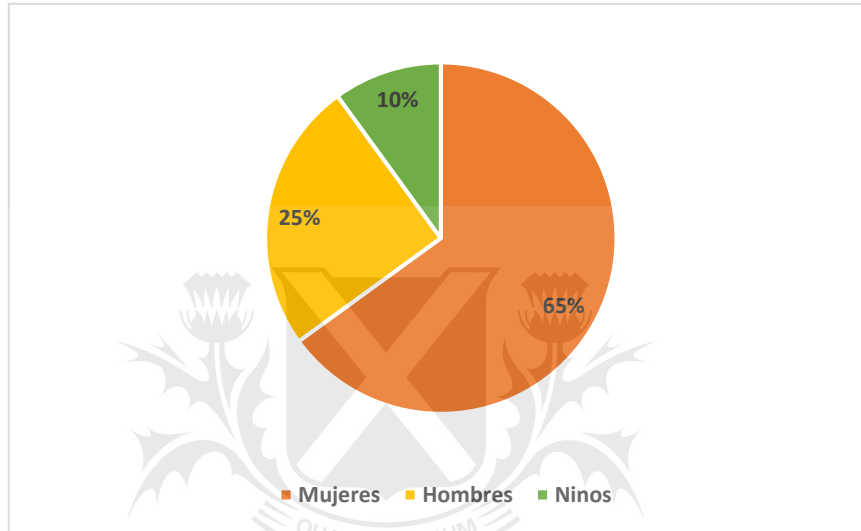


Gráfico 24, Fuente: *Elaboración Propia en base a datos de Reporte de Morgan&Stanley.*

El mercado objetivo de Adidas es muy activo e incluye deportistas y no deportistas entusiastas del deporte. Los compradores de Adidas tienden a tener entre 14 y 40 años, aunque la marca también ofrece líneas de ropa y calzado para bebés y niños. Los principales consumidores son la generación Millennial y Z, quienes buscan una vida más equilibrada y priorizan el confort y la salud por sobre los estigmas sociales de código de vestimenta que regían a fines del siglo pasado. Su audiencia más grande es aquella de entre 20 y 29 años que apunta a una vida de hábitos saludables; seguido por un acercamiento a las generaciones más nuevas; aquellos de entre 14-19 años, mediante la presencia en plataformas digitales como serlo TikTok, Instagram y el MetaVerso. A su vez Adidas al igual que sus competidores han recurrido a la utilización de “influencers” para lograr penetrar este nuevo mercado en el cual el confort prima.

2.5 Análisis competitivo de la Industria

Para lograr entender mejor el funcionamiento de la industria y cuales es la capacidad de generar utilidades se utilizarán 2 mecanismos. El primero, las 5 Fuerzas de Porter nos permitirá identificar oportunidades y amenazas tanto de participantes activos como así de nuevos jugadores.

2.5.1 Principales Competidores

En su conjunto, las principales 10 marcas absorben el 70% de la cuota total de mercado, siendo Adidas el sublíder con aproximadamente 20.87% del mercado, seguido por Puma, Under Armour y VF Corporation (dueña de Columbia, Timberland, NorthFace y más...). El resto de las marcas internacionales como pueden serlo LuluLemon Athletica o Asics, son empresas con presencia internacional pero que en su conjunto absorben tan solo el 4% del mercado. El resto de las ventas son atribuibles a marcas locales como serlo LiNing en Oriente o Enda en Africa.

Gráfico 25: Participación de Mercado por Marca

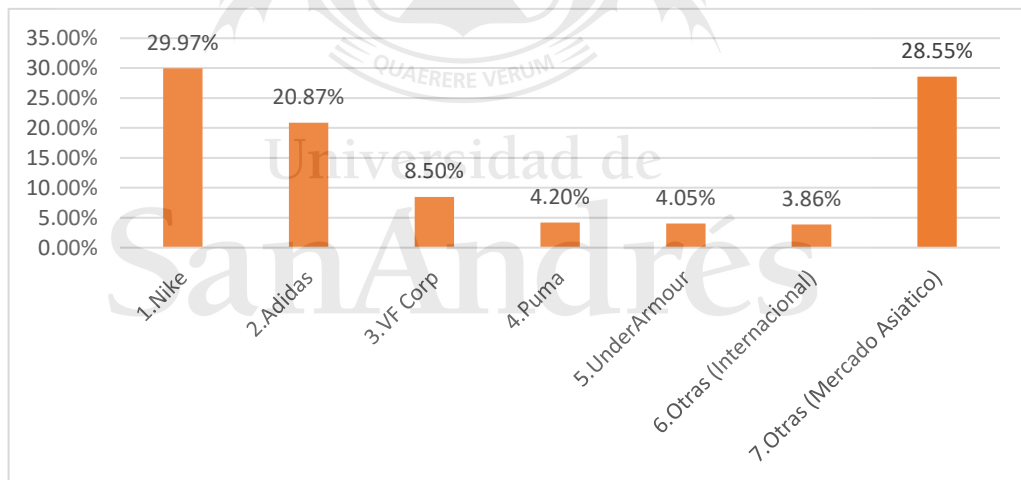
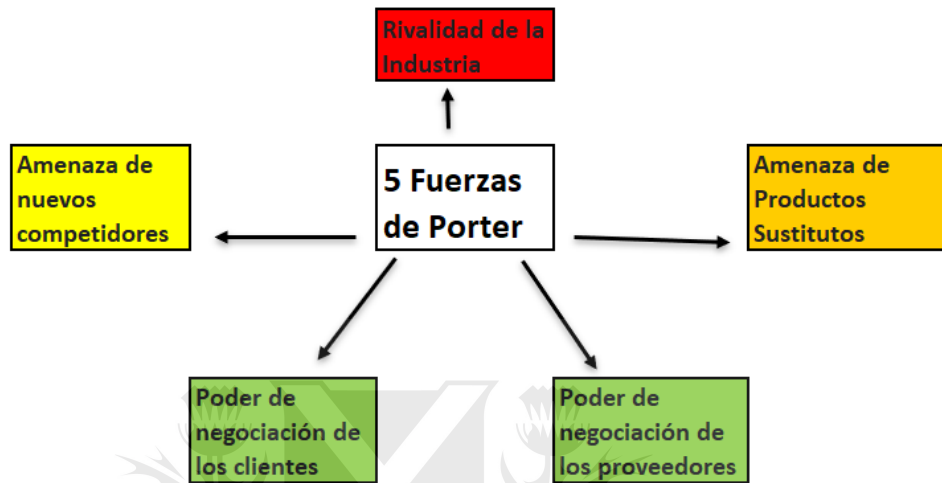
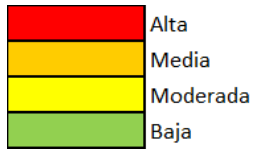


Gráfico 25, Fuente: Elaboración Propia en base a datos de estudios de mercado.



Ilustración de los Logotipos de las principales Marcas de la Industria, Nike, Adidas, VF Corp., Under Armour y Puma respectivamente.

2.6 Las 5 Fuerzas de Porter



Competitividad de la Industria

El nivel de competitividad dentro de la industria es una fuerza poderosa en la determinación de los prospectos de crecimiento. A pesar de que la ratio de empresas versus número de clientes se mantiene pequeño (principalmente debido a que la industria de la indumentaria es considerada consumo masivo), los altos niveles de competencia por ocupar el mercado no permiten a ninguna empresa dentro de la industria en reducir los esfuerzos e inversión en publicidad e innovación. A pesar de proyectarse grandes niveles de crecimiento dentro de la industria exclusivamente atlética; el resto del mercado se encuentra sobresaturado con marcas. Las ventajas competitivas de los rivales como pueden serlo el liderazgo en costos o alta diferenciación también ponen presión sobre Adidas para sostener sus esfuerzos como referente de productos con un alto estándar de diseño, manteniendo su funcionalidad y precio. La mayor parte de las marcas que compiten en el sector son de gran envergadura por lo que pueden mantener su ventaja competitiva; como serlo la Performance en el caso de Nike, el diseño en el caso de Adidas, o el liderazgo en costos en el caso de Puma.

Amenaza de Productos Sustitutos

Otros productos de indumentaria y prendas de vestir son sustitutos de los productos de Adidas. Debemos destacar que Adidas, al igual que Nike y sus competidores cercanos se enfoca en ropa deportiva y accesorios deportivos. A pesar de que los productos relacionados con el deporte todavía se consideran no esenciales en comparación con los productos de ropa casual, la creciente tendencia hacia el ActiveWear como se describió anteriormente está transformando la industria a una de necesidad más que de deseo. Entre los productos sustitutos a los que la industria se encuentra más expuesto pueden diferenciarse en 3 grandes categorías; Moda rápida barata, alta diferenciación por lujo o calidad, o réplicas. Las marcas tratan estas amenazas con el objeto de no perder clientes. Adidas por su parte intenta adherirse a la creciente “moda rápida”, sin embargo, busca ser quien impone dicha tendencia, siendo pionero y tomando la ganancia en las modas pasajeras. Desde el Angulo del lujo la empresa como se describió más atrás ha incursionado en alianzas con marcas de lujo para intentar acercarse a un mercado al que antes no tenía acceso y tomar parte de esas utilidades. Y por último en lo que respecta a las réplicas las marcas no tienen mucha inferencia sobre lo que pueda pasar, por ende, deben canalizar sus esfuerzos de marketing en convencer a su base de consumidores que elijan calidad por sobre precio.

Por otro lado, la existencia de marcas “alternativas” que buscan penetrar el mercado mediante una clara diferenciación en precio también amenaza con capturar consumidores de menor ingreso relativo como pueden serlo latinoamericanos o segmentos socioeconómicos más bajos en los países desarrollados.

Amenaza de nuevos competidores

A pesar de que las barreras de entrada se han visto deterioradas a través de los años debido a la subcontratación de los procesos de fabricación en países asiáticos, la amenaza de nuevos competidores se clasifica como moderada; principalmente debido a que Adidas al igual que sus competidores logran mantenerla a raya manteniendo la presencia de su marca y capturando una participación sustancial en el mercado. Hacer frente a los capitales de las grandes marcas ya presentes se vuelve muy dificultoso para los nuevos competidores; motivo por el cual deben ser

“seguidores” de las marcas líderes e intentar diferenciar sus productos o su propuesta de valor para lograr tomar una pequeña parte de un mercado altamente competitivo. Mantener la cadena de suministro en línea resulta clave; como así también los sistemas de distribución; resultando imposible para pequeñas marcas lograr el mismo nivel de presencia, calidad y velocidad en su imagen percibida.

Poder de negociación de los proveedores

El poder de negociación de los proveedores se califica como bajo. Los incentivos de verticalización de los proveedores son nulos. El gran tamaño de Adidas, a diferencia de las pequeñas marcas resulta beneficioso ya que el amplio número de productores y empresas de manufactura no se acercan en envergadura, perdiendo entonces poder de negociación sobre precios y plazos de producción y entrega. La alta relación de concentración proveedor-empresa reducen el poder de negociación de los proveedores. El hecho de que la industria de la indumentaria es principalmente dependiente de commodities como pueden ser el algodón y los diferentes tipos de telas, el caucho y el cuero, los tintes para textiles y telas, implica un bajo grado de diferenciación sobre los insumos. Los proveedores aún mantienen un nivel considerable de poder de negociación a través de una propuesta de venta que obliga a las marcas a subcontratar sus insumos y producción en lugar de desarrollar y mantener capacidades internas mediante integración hacia atrás.

Poder de negociación de los clientes

El alto número de opciones que el consumidor tiene a su disponibilidad resulta de alto impacto sobre las políticas que las empresas pueden tomar en materia de precios. A pesar de que los consumidores individuales tienen un nulo poder de negociación; en su conjunto resultan poderosos. La amplia gama de productos y marcas que tienen presencia en el mercado obliga a Adidas evita que las empresas fijen sus precios demasiado altos o experimenten con modelos de negocio disruptivos. A su vez, la creciente demanda de nuevos productos obliga a las empresas

a estar constantemente innovando ya que sino sus productos acaban obsoletos en una industria que se rige por las preferencias de las tendencias masivas de los consumidores.

2.7 Análisis FODA

Por otro lado, el análisis FODA es una herramienta de planeamiento estratégico comúnmente utilizada para evaluar tanto los aspectos internos de una organización como serlo sus fortalezas y debilidades; como también así las oportunidades y amenazas externas. Dicho análisis permite evaluar el potencial éxito o fracaso de los objetivos estratégicos planteados por la gerencia como también así identificar donde se radican las oportunidades de crecimiento.

Fortalezas

Adidas resalta principalmente gracias a su reconocimiento como estándar de calidad y de diseño, logrando presencia de marca a nivel global. A su vez se destaca por estar orientada hacia la sustentabilidad y el desarrollo de productos reciclables en línea con los valores de sus consumidores. Su foco en la presencia online y el desarrollo de sus plataformas de e-commerce también lo destaca por encima de sus competidores. Por ultimo las alianzas estratégicas logradas en los últimos años con marcas de lujo le da a Adidas una ventaja sustancial en el acceso a un mercado que estaba previamente dominado por la moda formal.

Universidad de
San Andrés

Debilidades

A pesar de tener estar las ventas de Adidas equitativamente diversificadas entre sus mayores 3 bloques económicos de comercialización: Norte América, EMEA y Asia; la cuota de mercado asiática se proyecta decrezca en los años por venir debido al surgimiento y establecimiento de marcas locales de oriente. El mercado altamente competitivo pone grandes presiones sobre los precios; dejando a los márgenes dependientes de la eficiencia operativa interna. Esto da lugar a la mayor debilidad de Adidas, la gran concentración geográfica de sus centros de manufactura, siendo Asia el proveedor del 93% de sus productos terminados; dejando a la empresa muy expuesta a fluctuaciones cambiarias e interrupciones en el flujo de mercadería intercontinental debido a su sobre dependencia en proveedores de la zona. En menor medida, los precios de los productos ofrecidos por Adidas son en parte una limitante al acceso a mercados de menor ingreso.

Oportunidades

La creciente demanda por productos de moda activa propone una gran oportunidad de crecimiento para todos los participantes de la industria. A pesar de haberse acelerado la velocidad de adaptación de nuevos competidores a la comercialización online de productos, la larga historia de Adidas en el desarrollo de su presencia de marca en línea le da una ventaja al menos durante un limitado periodo. La reciente diversificación de Adidas hacia más productos y accesorios para la práctica de múltiples deportes promete ofrecer la oportunidad de capturar un mercado en el que antes no había incursionado; así como lo hizo mediante el acceso al mercado de lujo con la alianza con Gucci en 2020. En línea con esto último, las expectativas de un nivel de ingreso creciente en mercados emergentes resultan en una ampliación de la base de consumidores que podrían acceder a los productos de Adidas; acompañado por un consumidor que demanda cada vez mayores estándares de calidad y diseño, característica en la que Adidas se destaca.

Amenazas

La principal amenaza que se destaca a nivel industria es la de una economía global inestable. La incertidumbre sobre el resurgimiento de brotes acompañado de una economía que se adapta a nuevos niveles de base monetaria promete un escenario incierto en el porvenir de los años. En línea con esto, el creciente costo de la materia prima pone mucha presión el correcto manejo de los costos operativos de la empresa para mantener sus márgenes. Por otro lado, la dominancia geográfica de sus proveedores en Asia otorga mucho poder de negociación a conglomerados de producciones o proveedores de gran envergadura.

2.8 Crecimiento Histórico

En el siguiente grafico se puede observar las ventas totales de la industria en comparación con las ventas de las 2 empresas lideres, Nike Inc. y Adidas. En el periodo bajo análisis, 2015 a 2022 la tasa de crecimiento compuesta anualizada (o CAGR por sus siglas en inglés) fue del 4.45%, mientras que las de Nike y Adidas fueron 5.07% y 4.97% respectivamente; demostrando así su liderazgo en la industria y el crecimiento de su cuota de mercado a pesar de las fuertes caídas en presencia global como consecuencia de la interrupción de los canales de abastecimiento y distribución.

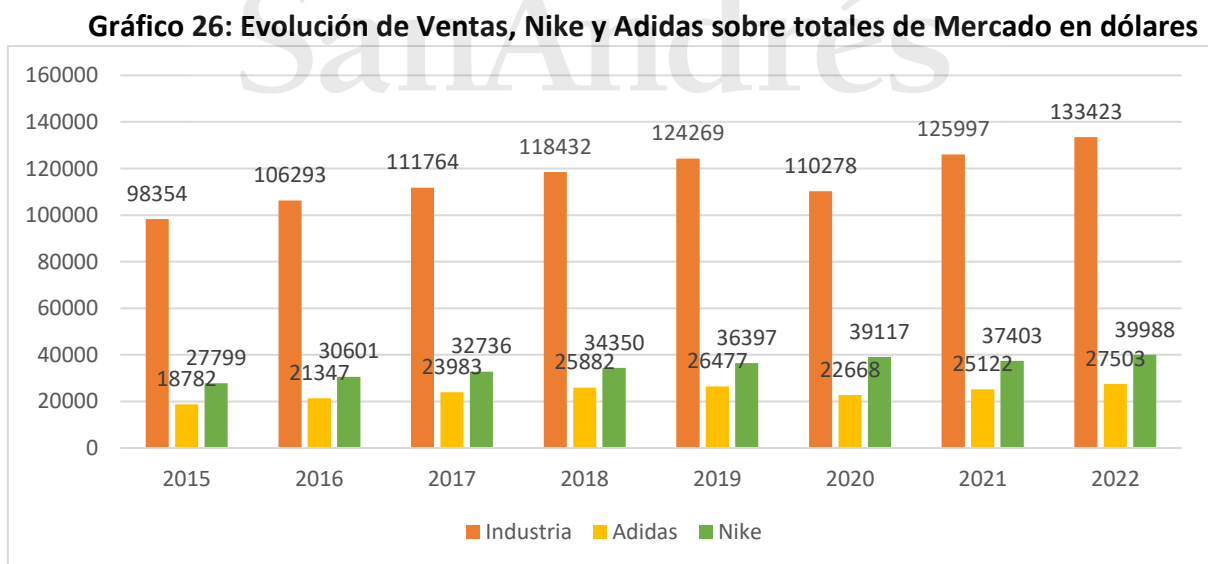


Gráfico 26, Fuente: Elaboración Propia en base a datos de Statista y reportes Anuales de Nike y Adidas para los periodos 2015-2021.

La reciente participación deportiva de las mujeres en las últimas décadas ha dado lugar al surgimiento de un mercado antes no explorado, dando como resultado una creciente demanda y proyecciones de crecimiento sustancialmente mayores a las proyectadas para el mercado masculino que se encuentra más maduro. El mercado de indumentaria, principalmente el femenino y crecientemente el masculino, se encuentran caracterizados por el surgimiento del uso de elastano para la confección de prendas, lo que les da mayor confort y durabilidad, motivo por el cual su uso es ahora tan generalizado.

2.9 Estrategia Adidas 2025 “Own the Game”

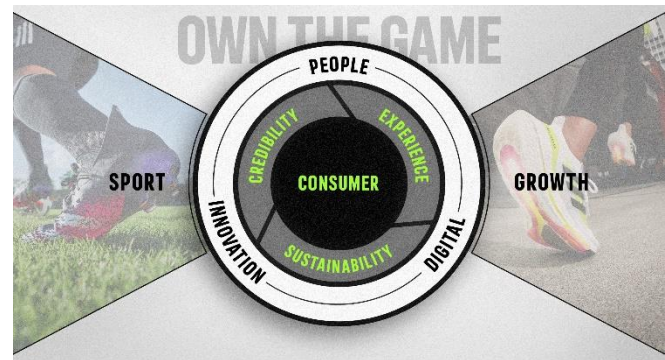
Antes de comenzar con el análisis financiero debemos establecer cuáles son los objetivos estratégicos planteados por el cuerpo directivo de Adidas para poder luego armar nuestras proyecciones tomando en consideración las medidas futuras como pueden serlo la emisión de deuda, la compra de marcas rivales o la creación de algún nuevo segmento de producto.

Mirando un poco hacia atrás, vemos que Adidas establece sus objetivos en estrategias de 5 años a futuro. La anterior, **“Creating the New”**, supo generar un incremento de valor para la compañía del 231% para el periodo 2015-2019, siendo la empresa que más creció dentro del DAX30 (índice del que es parte). Durante este periodo el foco estuvo puesto en 3 áreas clave:

- Velocidad: Aumentar la eficiencia y la agilidad en sus operaciones, desarrollo de productos y gestión de la cadena de suministro.
- Ciudades clave: la marca se centró en interactuar con los consumidores en mercados urbanos clave, a través de equipos deportivos y eventos culturales.
- Código abierto: Adidas adoptó un enfoque más colaborativo y abierto para el diseño y desarrollo de productos, aprovechando los conocimientos y la creatividad de los consumidores, atletas y socios estratégicos.

Concluida esta etapa, en 2020 Adidas anunció el comienzo de una nueva estrategia a la que llamaron **“Own the Game”**. Hay tres áreas principales de enfoque de esta estrategia que incluyen: establecer mayor credibilidad de marca, crear una experiencia única para el consumidor y hacer que sus operaciones sean más sustentables.

Puesto en las palabras del CEO, “Nuestros consumidores están en el corazón de 'Own the Game'. Los consumidores impulsan las tendencias estructurales en nuestra industria a través de sus preferencias y comportamientos. Se esfuerzan por llevar una vida activa y saludable, desean combinar deporte y estilo de vida, y son digitales por defecto y “verdes” por convicción. 'Own the Game' estará listo para capturar esas oportunidades impulsadas por los consumidores y forjar otras nuevas.”



Credibilidad

Adidas busca ganar cuota de mercado, trabajando en las relaciones con sus clientes actuales y buscando atraer a una nueva base de consumidores. La adopción de conceptos innovadores, asociaciones con marcas y la expansión de la oferta de productos prometen ser los factores que conduzcan a una mayor credibilidad de marca.

Desde el segmento de Performance Adidas buscara enfocarse en las 4 áreas más grandes. Fútbol quien prima en audiencia y Running y Entrenamiento que lideran en número de participantes. Por otro lado, para el segmento de LifeStyle Adidas determino la creación de un **nuevo segmento llamado SportsWear** que se introdujo al mercado a fines de 2022; productos nacidos del deporte, pero utilizados como moda. En lo que respecta a Originals, el mayor segmento de **LifeStyle** se trabajara en **incrementar aún más la calidad** y estándares de diseño para acceder a públicos más exclusivos. A su vez Adidas buscara **ampliar su credibilidad** a través de **nuevas asociaciones con celebridades** aprovechando su poder, autenticidad y alcance; manteniendo las relaciones existentes con figuras como Lionel Messi, Beyonce y Pharell Williams. Por último, se buscará hacer hincapié en el mercado femenino cuyas proyecciones de crecimiento representan el 70% del crecimiento total proyectado de la industria.

Experiencia

Trabajando desde el ángulo de experiencia de consumidores, Adidas se enfocará en emocionar y empoderar mediante la creación de experiencias personalizadas tanto en espacios digitales como

físicos. Se trabajará en la aceleración de la transformación digital hacia un negocio directo al consumidor basado en los programas de membresía.

El **foco de la mejora en la experiencia del consumidor** estará puesto en el desarrollo continuo y la adopción de nuevos miembros de su programa de membresía; a través de la cual los suscriptos pueden acceder a productos exclusivos. Por otro lado, se invertirá en la digitalización de las tiendas físicas para un mayor nivel de interacción con los clientes. A su vez Adidas no perderá de vista su presencia en ciudades clave mediante la mejora continua de sus tiendas icono.

Sustentabilidad

El modelo de negocios sustentable este arraigado en la forma en la Adidas ha llevado adelante su negocio en las pasadas dos décadas. Adidas buscara abandonar las iniciativas independientes y generar un programa de sustentabilidad integral y con capacidades de escalamiento. La moto detrás de su política es: ¿Que ofrecemos? ¿Qué hacemos? ¿Que decimos? Entre las **medidas concretas a tomar** podemos encontrar: la iniciación de un programa de reducción de las emisiones de CO₂, la implementación de un programa de devolución de productos fuera de uso para su posterior reciclado, y un incremento en la gama de productos ofrecidos bajo los criterios de sustentabilidad; fabricado con productos reciclables, fabricado con productos reciclados y hecho para ser rehecho.

La integración de la sustentabilidad se traslada hasta los fabricantes que son quienes deben cumplir con los estándares impuestos por Adidas para sostener su posición como proveedores.

La estrategia en Números

- 95% del incremento en las ventas provendrá de los Segmentos de Running, Futbol, Entrenamiento y LifeStyle
- Incremento en las ventas entre un 8% y un 10% por año hasta 2025.
- Incremento del margen bruto estabilizándose entre un 53% y un 55%
- Estabilización de márgenes operativos entre un 12% y un 14% para 2025
- Incremento de los ingresos por operaciones continuas de 17% por año
- Generación de flujo de caja de entre 8 y 9 billones para el periodo.

- 50% de las ventas serán vía e-commerce para 2025
- 80% del crecimiento en las ventas será vía plataforma de e-commerce.
- Las ventas de e-commerce se espera se dupliquen para 2025
- Los suscriptores al programa de membresía se esperan se tripliquen llegando a los 500 millones de usuarios.
- 9/10 productos seran sustentables
- Reducción en sus emisiones de CO2 en un 15% para 2025
- Mas de 1 billón de euros a invertir en la transformación digital.



Universidad de
SanAndrés

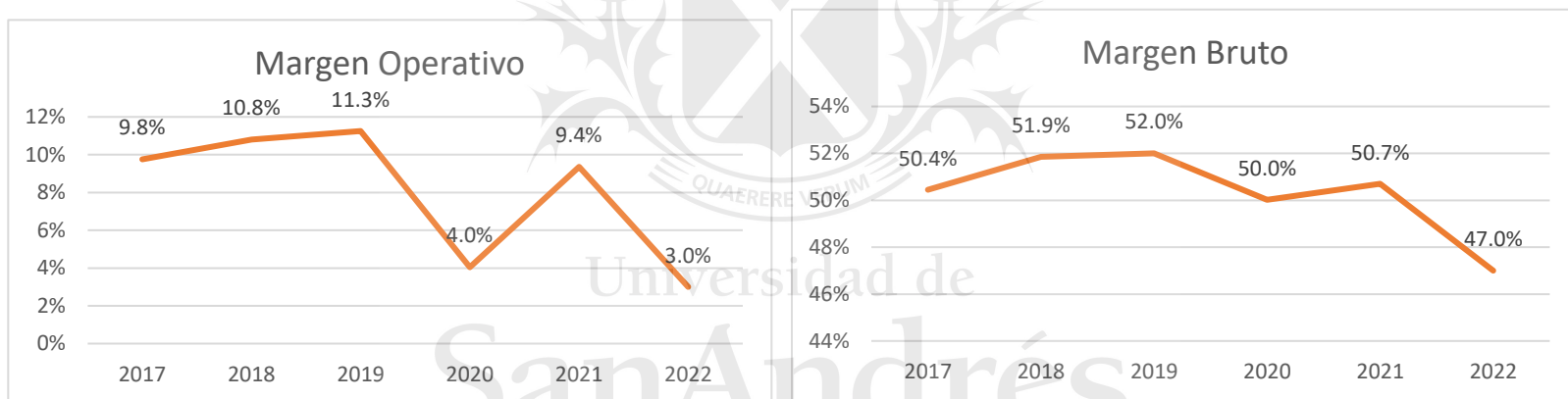
3. Análisis Financiero

Esta sección comprende el análisis financiero de Adidas con el objeto de poder realizar un correcto diagnóstico de la situación de la compañía y poder definir los valores esperados de las variables clave que nos ayudaran en el proceso de Valuación. En la primera sección se analizarán distintos indicadores como la rentabilidad, el crecimiento, y la gestión operativa y financiera de la empresa. En la segunda parte se procederá a comparar dichos indicadores con aquellos del resto de las firmas que compiten en la misma industria. Cabe destacar que todos los indicadores serán observados para el periodo 2017-2022.

3.1 Indicadores de Rentabilidad

3.1.1 Evolución de los Márgenes

Gráficos 27 y 28: Evolución de Margen Operativo y Margen Bruto



Gráficos 27 y 28, Fuente: *Elaboración Propia en base a reportes Anuales de Adidas para los periodos 2017-2022.*

El margen operativo de Adidas se ha mantenido estable a lo largo de la década. Desde el 2012 hasta el 2017 este ha promediado un 9%; misma cifra que surge para el periodo 2017-2021. El margen bruto por otro lado ha ido en aumento, habiendo alcanzado su máximo histórico en 2019 de 52%. Cabe destacar que los costos operativos asociados a Reebok impactan negativamente el margen operativo ya que los ingresos relacionados a esta se encuentran apartados como “activos pendientes de cobro. En 2022, el panorama no fue favorable para Adidas, exhibiendo así una fuerte caída en sus márgenes. El margen operativo sufrió como fruto de costos de única vez

asociados a la retirada de Adidas del mercado ruso, como así también el incremento de los niveles de inventario los cuales se exponenciaron debido a la terminación del acuerdo con Yeezy por las controversias asociadas al personaje, lo que en su conjunto generó costos de aproximadamente 1.000 millones de euros. El Margen Bruto por su lado se vio principalmente afectado por el impacto inflacionario global en los costos, y empobrecido a su vez por el nuevamente creciente costo de transporte internacional de mercadería e interrupciones en los tránsitos transcontinentales debido a reiterativas medidas de aislamiento sanitario en China durante todo el 2022.

Gráfico 29: Evolución de Margen Operativo vs EBITDA en millones de euros

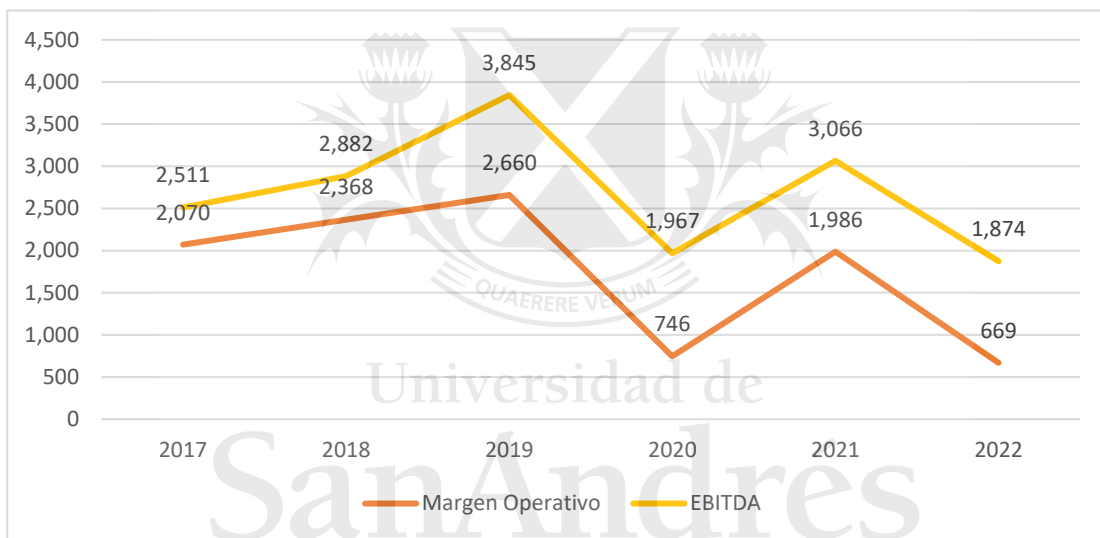


Gráfico 29, Fuente: Elaboración Propia en base a reportes Anuales de Adidas, periodos 2017-2022.

El EBITDA, como se describió inicialmente en la primera sección referente a la empresa se muestra creciente. La tasa compuesta de crecimiento anual para el periodo 2017-2021 fue de 4%. Como se explicó en la sección anterior, el deterioro de 2022 impactó negativamente al EBITDA, el cual mostraría un CAGR negativo si se analiza. A la vez, cabe destacar que como parte de la normativa detallada en el ANEXO X, lo que hasta 2018 supo estar clasificado bajo el espectro de Patrimonio Neto, como serlo terrenos y propiedades, en 2019 comenzó a devengar amortizaciones y depreciaciones. Esto explica, aunque solo parcialmente, el incremento visto en

2019. La diferencia entre ambos indicadores se compone del ITDA (Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones)

3.1.2 ROE y ROA

El ROA se entiende como el rendimiento sobre activos. Se obtiene realizando el cociente entre el Margen Operativo y el total de activos de la compañía. El ROE por otro lado se entiende como el rendimiento del capital accionario. Se calcula como el cociente entre la utilidad neta y el patrimonio neto. La diferencia clave entre ambos indicadores es que el ROA contempla el endeudamiento de la empresa. Es por eso que el ROE se puede calcular como el ROA multiplicado por el multiplicador de capital (A/PN). Ambos indicadores son clave a la hora de entender la eficiencia con la que la empresa logra retornos con el capital que emplea.

Gráfico 30: Evolución de ROE vs ROA

Gráfico 30, Fuente: *Elaboración Propia en base a reportes Anuales de Adidas, periodos 2017-2022.*

Hay que destacar que ambos indicadores, a pesar de existir parámetros sobre “bueno”, “malo”, o “excepcional”, son normalmente relativos al sector o industria en la que opera la empresa. La costumbre de mercado es que un ROE superior a 20% es considerado bueno. A pesar de observarse un ROE creciente para el periodo bajo análisis con un pico de 36.1% en 2019, el ROA mostro la tendencia opuesta, sin embargo, esto se debe principalmente a la reclasificación contable de activos bajo la normativa IFRS16.

Para una mejor comprensión del ROE, se procedió a realizar el Análisis Dupont, el cual supone desglosar el ROE en 3 componentes para mayor claridad. El cálculo del ROE es entonces:

$$ROE = \text{Margen Neto} \times \text{Rotación de Activos} \times \text{Multiplicador del Capital}$$

$$ROE = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}} \times \frac{\text{Activos}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Tabla 2: Evolución del Análisis Dupont

Análisis Dupont		Adidas AG				
Concepto	Calculo	2018	2019	2020	2021	2022
ROE		34.36%	36.05%	9.95%	24.91%	7.69%
Margen Neto	UN/Ventas	10.00%	10.36%	3.48%	8.82%	1.71%
Rotación de Activos	Ventas/Activos	1.40	1.14	0.88	0.96	1.11
Multiplicador del Capital	Activos/PN	2.45	3.04	3.26	2.94	4.07

Tabla 2, Fuente: *Elaboración Propia en base a Reportes Anuales de Adidas 2017-2022*

Como se podrá notar, los primeros 2 términos de la fórmula comprenden en verdad el ROA; que se puede entender como el margen neto multiplicado por la cantidad de veces que se rota el activo.

El margen neto representa la utilidad neta en relación a las ventas. Considera el resultado operativo del negocio como así también otras ganancias y pérdidas vinculadas con la venta de activos y otras inversiones de la empresa no relacionadas con su actividad principal. Además, contempla el pago de intereses e impuestos.

La rotación de activos por otro lado indica la cantidad de veces que se facturan los activos de la compañía en un año, representando la eficiencia en la gestión de los activos. Entonces, dado un cierto margen neto, a mayor rotación de activos, mayor rentabilidad. La rotación de Adidas muestra decreciente; a pesar de haber incrementado sus ventas (nominador), el incremento en los activos fruto de la emisión de obligaciones de Adidas y la aplicación de nuevas normativas contables, resultaron en un creciento de los activos aun mayor; dando como resultado una rotación inferior.

3.1.3 Retorno a Inversores y Dividendos

Adidas otorga valor a sus accionistas mediante 2 canales:

El primero, los programas de recompra de acciones cuya duración suele ser de 3 años, es la principal fuente de retorno para los accionistas; distribuyendo aproximadamente mil millones de euros al año mediante la recompra. A su vez, Adidas en 2021 aprobó un programa de recompra de acciones extraordinario para devolver a sus accionistas lo generado como resultado de la venta de la marca Reebok. Teniendo en cuenta ambas recompras de acciones, Adidas recompró

13.134.696 acciones por un importe total de 2.500 millones de euros en 2022 si se incluye el pago de dividendos de 630 millones de euros en mayo de 2022, la empresa devolvió más de 3.100 millones de euros a sus accionistas en 2022.

Tabla 3: Evolución de la Distribución de Utilidades en Euros

Distribucion de Utilidades Adidas AG					
Dividendos	2018	2019	2020	2021	2022
Dividendo por accion	\$ 3.35	\$ -	\$ 3.00	\$ 3.30	\$ 0.70
Numero de Acciones	199,171	195,969	195,066	191,595	178,537
Pago de Dividendos	\$ 667,222,850.00	\$ -	\$ 585,198,000.00	\$ 632,263,500.00	\$ 124,975,900.00
Recompras	2018	2019	2020	2021	2022
Acciones Recompradas	3,202	903	0	3,471	13,058
Total expendido	\$ 1,000,000,000	\$ 815,000,000	-	\$ 1,000,000,000	\$ 2,500,000,000
Valor TOTAL para accionistas	\$ 1,667,222,850.00	\$815,000,000.00	\$ 585,198,000.00	\$ 1,632,263,500	\$ 2,624,975,900

Tabla 3, Fuente: *Elaboración Propia en base a Reportes Anuales de Adidas 2018-2022*

En segundo lugar, los dividendos representan aproximadamente el 50% de los ingresos por operaciones continuas promediando para el periodo 2017-2022 475 millones de euros. A continuación, se muestra más detalladamente la evolución de los dividendos por acción pagados por la compañía.

Universidad de
San Andrés

Gráfico 31: Evolución de dividendos por Acción en euros



Gráfico 31, Fuente: *Elaboración Propia en base a Reportes Anuales de Adidas 2018-2022*

Para el periodo bajo análisis, la media de dividendos aprobados por la compañía corresponde al 50% de los ingresos por operaciones continuas, mientras que el restante 50% se refleja en la situación patrimonial como utilidades retenidas, las cuales son luego en parte redistribuidas a través de la recompra de acciones.

3.2 Indicadores de Gestión Operativa

El capital de trabajo neto se calcula como el Activo Corriente menos el Pasivo Corriente. En otras palabras, las principales partidas contables para su cálculo son Caja, Inventarios y Cuentas a cobrar para el activo y Cuentas a pagar para el pasivo. Sin embargo, para analizar su evolución respecto al tamaño del negocio, es apropiado examinar el capital de trabajo neto en relación a las ventas netas. El capital de trabajo como porcentaje de las ventas le dice a una empresa cuánto de cada dólar de ventas debe destinarse a cubrir los gastos operativos y las obligaciones de deuda a corto plazo. En el caso de Adidas, un capital de trabajo del 23.4% de las ventas significa que se necesitan 23.4 centavos de cada dólar de ventas para financiar el ciclo de caja. El CTN para Adidas es alto, principalmente por los altos periodos de inventario inmovilizado; ya que desde su contabilización cuando salen de fábrica estos pasan aproximadamente 45 días en tránsito hasta

son entregados en tiendas y centros de distribución para su posterior venta. Este a su vez se entiende como:

Días de Cobro + Días de Inventario – Días de pago a proveedores

Tabla 4: Evolución de Indicadores Operativos

Indicadores de Gestion Operativa	Adidas AG					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Días de Cobro	51	39	39	45	35	38
Días de Inventario	129	123	121	168	147	154
Días de Pago a Proveedores	71	74	80	101	82	80
Días de Ciclo de Caja	110	89	80	112	100	112

Tabla 4, Fuente: Elaboración Propia en base a Reportes Anuales de Adidas 2018-2022

Gráfico 32: Evolución del Capital de trabajo en millones de euros

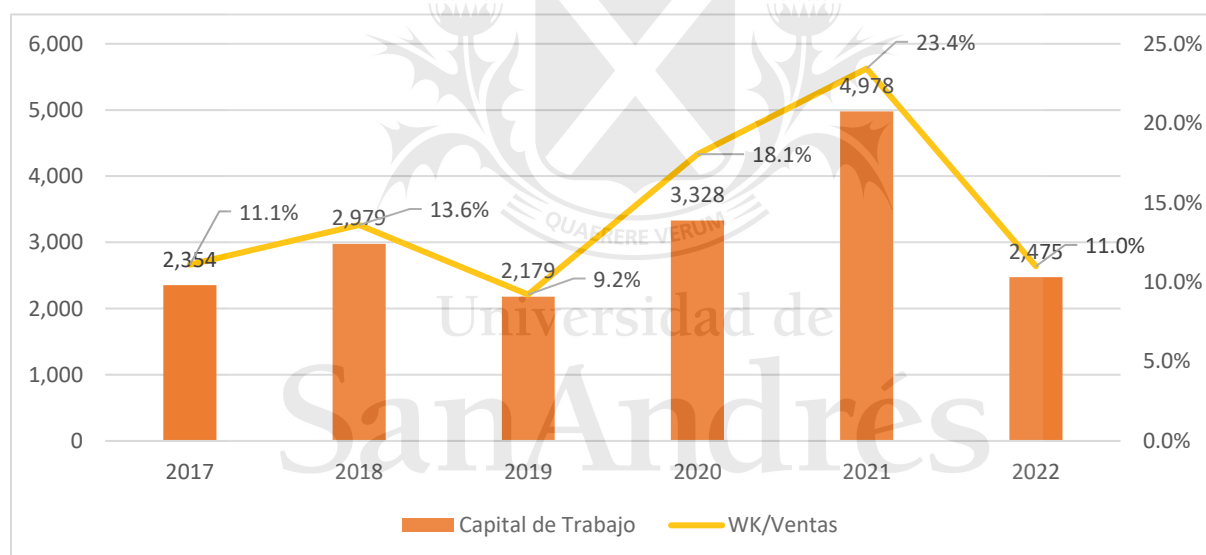


Gráfico 32, Fuente: Elaboración Propia en base a Reportes Anuales de Adidas 2018-2022

El incremento visto en 2020 se explica principalmente por 2 factores. En primer lugar, la colocación de un bono por un 1.5mil millones de dólares, generando un incremento de un 80% de caja y equivalentes; en parte contrarrestado por la fuerte caída de las cuentas a cobrar. La deuda corriente para el periodo no tubo alteraciones. En 2021 por otra parte el incremento una vez más tuvo su origen en los activos en lugar de los pasivos corrientes, los cuales una vez más se mantuvieron sin mayores alteraciones. Gran parte de este crecimiento en el capital de trabajo se explicó por el incremento de la cuenta de activos por cobrar como fruto del devengado contable

de la venta de Reebok como otros ingresos por venta de marcas propias. La otra porción del incremento se debe al crecimiento de las cuentas por cobrar, fruto del rebote de las ventas. En 2022 por su lado, la efectivización de la redistribución de utilidades a los accionistas vía recompra de acciones generó una baja de 2.500 millones de euros como se explicó anteriormente en la sección de mecanismos de retribución de valor, parcialmente contrarrestada por una colocación de deuda en el mercado primaria por 500 millones de euros; dejando el capital de trabajo factorizado por las ventas en un 11%.

3.3 Indicadores de Gestión Financiera

Gráfico 33: Evolución del Endeudamiento y Apalancamiento en millones de euros

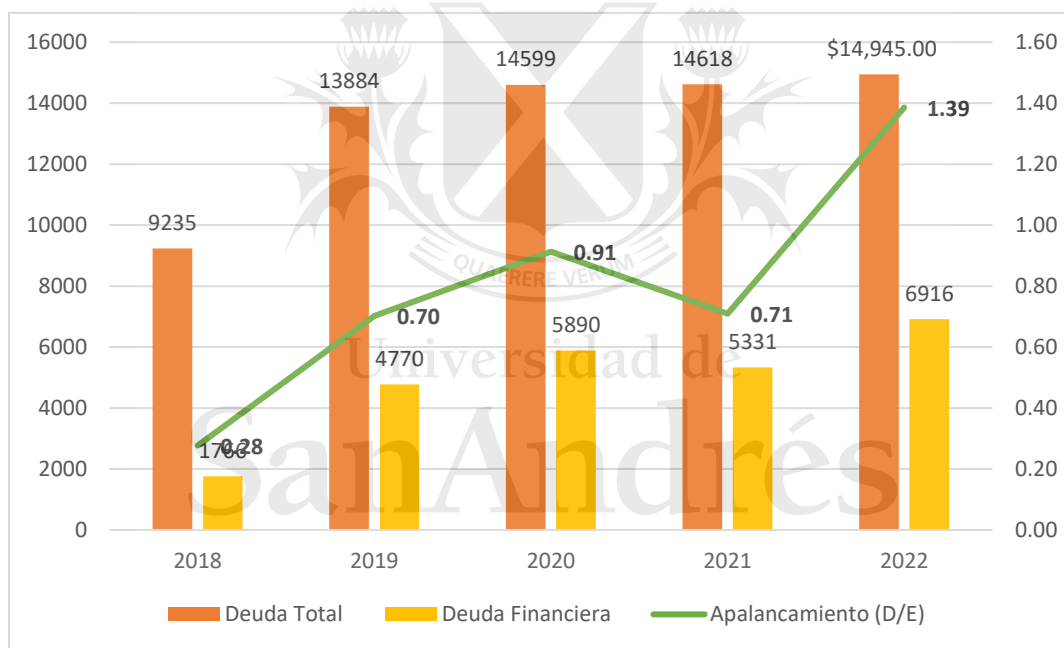


Gráfico 33, Fuente: *Elaboración Propia en base a Reportes Anuales de Adidas 2017-2022*

La deuda financiera de Adidas se muestra estable; a excepción del 2019 el cual se reitera explicativo por el cambio en las normas contables. Esto se debe a que, a partir del 1 de enero de 2019, comienza a aplicar la IFRS16 Arrendamientos. Por la aplicación de esta normativa, la firma debe reconocer un activo por derecho de uso (y su consecuente depreciación) y un pasivo de arrendamiento para cada contrato de arrendamiento que se encuentre alcanzado por la norma y en el que esta actúe como arrendatario.

La porción restante del incremento se debe a la toma de deuda a fines del 2019 para afianzar las arcas de caja y poder hacer frente a la coyuntura pandémica que la empresa enfrentaría en 2020. Una vez ajustados los EECC, se puede observar que durante los últimos 4 años el nivel de deuda de Adidas se ha mantenido estable; emitiendo estos nuevos títulos de deuda a medida que los anteriores maduran. A la fecha Adidas tiene 2.9 mil millones de euros de deudas en bonos a mediano y largo plazo; promediando la madurez de los mismos en 4.5 años. El Patrimonio Neto por otro lado no ha sufrido mayores alteraciones; explicándose sus pequeños incrementos por la retención de utilidades de la compañía. A 2022 la ratio de Deuda Financiera /Patrimonio se ubica en 1.39, su salto contra 2021 explicado por la recompra de acciones por 2.500 millones de euros como fruto de la venta de Reebok, resultando en una baja sustancial del Patrimonio neto, el cual se compone en su mayoría por utilidades retenidas.

La tasa de interés promedio que pago Adidas por su deuda se muestra a continuación. Como se puede observar parte de la estrategia de la empresa ha sido recortar la madurez de sus emisiones y lograr así un descenso en sus costos de financiación, habiendo logrado una baja del 74% sobre la tasa de interés de su deuda; llevándola de 2.7% en 2017 a 0.8% en 2022.

Gráfico 34: Evolución de la tasa de interés sobre la Deuda

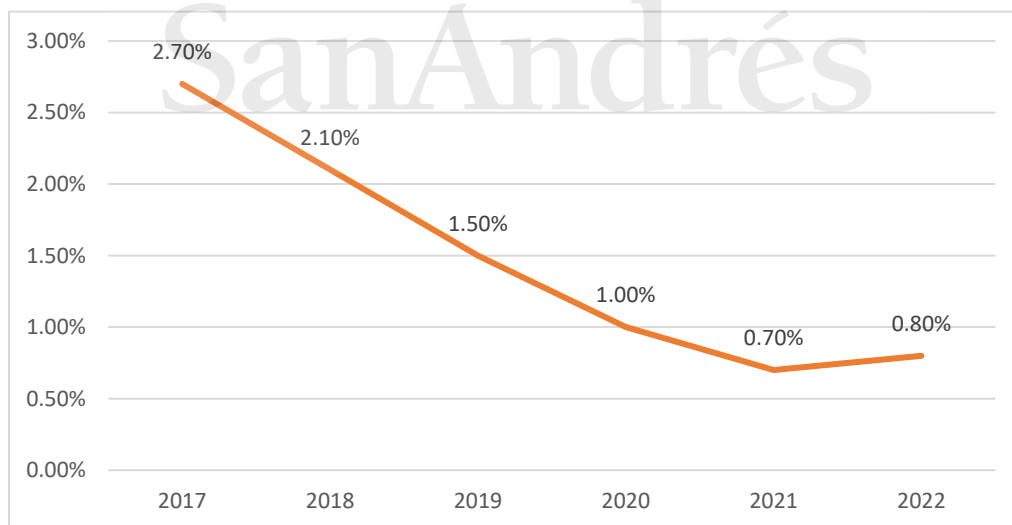


Gráfico 34, Fuente: *Elaboración Propia en base a Reportes Anuales de Adidas 2017-2022*

La deuda de Adidas, al igual que la de todas las empresas que cotizan en bolsa, es evaluada por las agencias de rating; las cuales les asignan un código alfanumérico estandarizado a las emisiones de deuda de las empresas de acuerdo a su riesgo de repago. A mayor rating, menor riesgo relativo, abriendo la posibilidad a sus emisores a financiarse a menores tasas.

Tanto S&P como Moodys, dos de las tres calificadoras de riesgo crediticio más respetadas del mundo coinciden en que la deuda de largo plazo de Adidas es de grado de inversión. Tener este grado de calificación prueba muy beneficioso para las empresas ya que abre el abanico de inversores que pueden invertir en su deuda como serlo fondos de pensión; inversor al cual no tendría acceso caso en el cual su deuda tenga un rating inferior. Adidas alcanzo este hito en 2020, lo que le abrió las puertas a muchas fuentes de financiación que antes no estaban abiertas. La disponibilidad de financiación, tanto en el mercado de Obligaciones como el de préstamos le da a Adidas un fuerte respaldo frente a adversidades o requerimientos de caja de corto plazo.

Calificacion Crediticia		
	Largo Plazo	Corto Plazo
S&P	A+	A2
Moodys	A1	Prime 1

Fuente: Plataforma de Inversores Oficial de ADIDAS

A continuación, se detalla la composición de la Deuda de Adidas. La porción corriente de la deuda se explica por las principales 4 partidas que se detallan abajo.. La porción no corriente por otro lado atribuye hasta un 93% de su totalidad a Bonos a largo plazo y leasings no corrientes clasificados así de acuerdo con la normativa IFRS16.

Tabla 5: Composición de la Deuda en millones de euros

Deuda Adidas 2022	
Deuda Corriente	€ 9,257.00
Cuentas a pagar	31%
Pasivos corrientes devengados	26%
Provisiones corrientes	17%
Other	25%
Total	100%
Deuda No Corriente	€ 5,688.00
Emision de deuda a LP	52%
Leasing no corrientes	41%
Otros	7%
Total	100%

Tabla 5, Fuente: *Elaboración Propia en base a Reporte Anual Adidas 2022*

Seguido podemos observar la media de composición de la deuda de Adidas para el periodo 2017-2022. Esta promedia un 64% para la porción corriente y un 36% a la porción no corriente.

Gráfico 35: Componente Corriente y NO Corriente de la Deuda

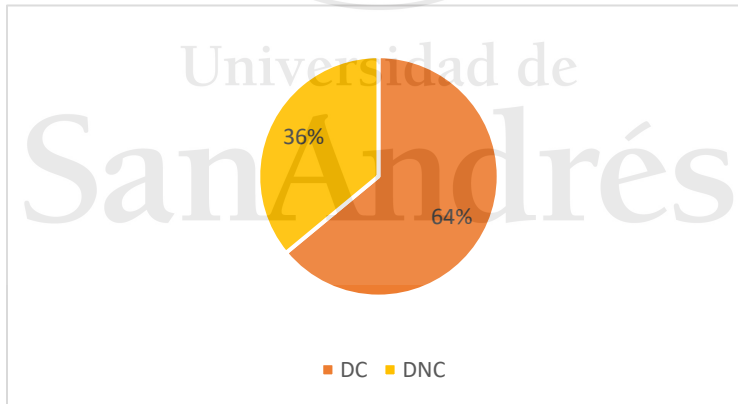


Gráfico 35, Fuente: *Elaboración Propia en base a Reportes Anuales de Adidas 2017-2022*

Por último, para dar por concluida la sección de análisis financiero se procede a realizar el cálculo de las principales ratios de gestión financiera y estudiar su evolución para entender el comportamiento pasado como así el futuro.

La razón de endeudamiento, o en otras palabras el porcentaje de deuda sobre el total de los activos de la empresa asciende a 66% para 2021; habiendo partido en 2017 en 57%. Su salto en

2019 se explica por el cambio en las normativas contables, por ende, se puede asumir que tomando eso en consideración, la razón de endeudamiento se ha mantenido estable durante la totalidad del periodo bajo análisis.

Tabla 6: Evolución de Indicadores Financieros

Ratios de Gestion Financiera						
Concepto	Calculo	2018	2019	2020	2021	2022
Razon de Endeudamiento	$D/(D+E)$	59%	67%	69%	66%	74%
Cobertura de Intereses	$EBITDA/Intereses$	61	23	10	20	5
Plazo de Repago de la Deuda	$DT/EBITDA$	0.6	1.2	3.0	1.7	4.3
Ratio de Liquidez	AC/PC	1.4	1.2	1.4	1.6	1.3

Tabla 6, Fuente: Elaboración Propia en base a Reportes Anuales de Adidas 2018-2022

La cobertura de intereses por otro lado, muestra cuan cubiertos se encuentran los intereses a los que debe hacer frente la empresa de acuerdo con el EBITDA que genera. Adidas en 2021 cubre holgadamente sus intereses, cubriendo su EBITDA aproximadamente 20 veces la necesidad de caja para intereses, a pesar de haber ese ratio sufrido en 2022 debido a la precipitación de su EBITDA y el alto incremento en sus expensas financieras como resultado de un escenario de tasas crecientes y efectos de tipo de cambio en países con restricciones cambiarias como serlo Rusia y Argentina, lo que genero un incremento de más 50 millones de euros en los gastos clasificados como "intereses".

El plazo de repago de la deuda nos muestra que el EBITDA de la empresa podría cancelar la totalidad de sus obligaciones en 8 años, cifra superior a la vista en los años 2017, 2018 y 2019, principalmente explicado por la reciente toma de deuda en 2020 y la ralentización en la tasa de crecimiento del EBITDA como fruto del retardo generado por el COVID y sus ya mencionadas afecciones.

La ratio de liquidez por último nos muestra en qué medida el pasivo corriente podría ser cubierto con el activo corriente. En el caso de Adidas, una cifra de 1.3 nos indica que el activo cubre 1.3 veces el total de la deuda corriente. Esto es indicativo de una fuerte liquidez en caso de necesitar hacer frente a pasivos o liquidaciones.

3.4 Comparación con Pares de Mercado

En esta sección se procederá a comparar los indicadores claves ya vistos anteriormente con otras cuatro compañías de la industria de ActiveWear, consideradas pares de Adidas. En el análisis de diferencias se analizarán 3 cuadros; cada uno haciendo hincapié en aspectos claves. Ellos son: Crecimiento y Rentabilidad, Gestión Financiera y por último Gestión Operativa. Las empresas que se seleccionaron para el análisis son: Nike Inc., VF Corporation, Puma y Under Armour. A pesar de todas tener envergaduras diferentes, todas participan y compiten en el mismo mercado.

Tabla 7: Indicadores de Rentabilidad de Comparables 2022

Crecimiento y Rentabilidad	Nike	Adidas	VF Corp.	Puma	Under Armour
	2022	2022	2022	2022	2022
Crecimiento (CAGR ventas últimos 5 años)	6.3%	0.5%	7.1%	13.4%	2.7%
ROA	15.5%	3.3%	2.5%	6.7%	7.2%
ROE	43.1%	7.69%	11.6%	14.0%	17.3%
Margen Bruto	46.0%	47.0%	52.7%	43.0%	50.3%
Margen EBITDA	16.1%	7.13%	14.3%	12.1%	11.3%
Margen Operativo	14.3%	3.0%	4.4%	4.5%	6.3%

Tabla 7, Fuente: *Elaboración Propia en base a datos de la plataforma TradingView*

Como se observa en el primer cuadro, el crecimiento compuesto anualizado de Adidas para los últimos 5 años ha sido prácticamente nulo. Esto se explica principalmente por la clasificación de Reebok como activos a la venta y la correspondiente recategorización de los ingresos generados por esta. En el futuro, el enfoque en el crecimiento orgánico de Adidas promete volver a llevar a la empresa a niveles similares a los de sus principales competidores. En el resto de los indicadores Adidas supo mantenerse por encima de la media, equiparándose sus resultados con aquellos observados en Nike, el único que se asemeja en tamaño y presencia global, pero estos se vieron disminuidos en 2022 por todo lo explicado anteriormente. A la vez podemos observar que Adidas se destaca por sobre su principal rival en su margen bruto, mostrando mayor eficiencia en su cadena de suministro y elección de regiones de abastecimiento.

Tabla 8: Indicadores de Gestión de Comparables 2022

Gestion operativa	Nike	Adidas	VF Corp.	Puma	Under Armour
	2022	2022	2022	2022	2022
CTN/Ventas	37.4%	23.4%	10.7%	18.6%	33.2%
Días de Cobro	36	67	45	52	37
Días de Inventario	122	147	97	136	105
Días de pago a proveedores	49	82	38	108	79
Días de Ciclo de Caja	110	132	104	80	63

Tabla 8, Fuente: *Elaboración Propia en base a datos de la plataforma TradingView*

En lo que respecta a la gestión operativa la podemos observar que Adidas es aquella con peor manejo de sus inventarios, lo que resulta en un engrosamiento de los días de ciclo de caja; factor que impacta directamente en su relación de Capital de trabajo sobre ventas. Sin embargo, se espera el factor inventarios se subsane en los años consiguientes, ya que gran parte de los excedentes de inventario provienen de un arrastre del cierre de tiendas de 2020 y la continuación de las dificultades experimentadas de manera transversal en las cadenas de suministro internacional.

Tabla 9: Indicadores de Gestión Financiera de Comparables 2022

Gestion Financiera	Nike	Adidas	VF Corp.	Puma	Under Armour
	2022	2022	2022	2022	2022
Apalancamiento	1.6	1.9	2.8	1.5	1.4
Razon de Endeudamiento	66.0%	66.0%	77.0%	60.0%	58.0%
Cobertura de Intereses	21.6	20.0	8.8	6.6	-21.6
Plazo de Repago de la Deuda	3.2	4.8	8.1	4.1	4.5
Ratio de Liquidez	2.7	1.6	2.2	1.6	2.3

Tabla 9, Fuente: *Elaboración Propia en base a datos de la plataforma TradingView*

Las mayores diferencias las podemos encontrar en los indicadores de endeudamiento de las firmas. Estas diferencias son en parte explicadas por los distintos programas de recompra de acciones de cada una, lo que supone alteraciones patrimoniales. Por otro lado, tanto Nike como Adidas se encuentran muy por encima de sus rivales en su ratio de cobertura de intereses, duplicando el de firmas de menor envergadura como VF Corp. O Puma.

4. Valuación por Flujos Descontados

4.1 Consideraciones

En esta sección se procederá a realizar la valuación de ADIDAS AG mediante el método de flujos de fondos descontados. El objetivo de esto es estimar el valor del capital accionario de la empresa al 31 de diciembre de 2022; fecha de cierre del último ejercicio.

Este método supone que el valor final de una empresa es equivalente al valor presente de los flujos futuros de fondos que la empresa espera generar; y estos sean luego descontados a una tasa que refleje el costo de financiamiento. El FCFF o flujo de fondos disponibles es aquel generado por la empresa que se encuentra libre para ser distribuido entre sus acreedores y accionistas. Para arribar a este valor, se calcula el flujo de la firma luego de descontada la carga impositiva y operativa, pero antes del pago de gastos de índole financiera como serlo intereses. La construcción de los flujos requiere una estimación de la vida del negocio, la cual para el presente trabajo se considerará ilimitada o “infinita” ya que se espera la empresa genere flujos a perpetuidad. Con este supuesto entonces se realizará una proyección para un periodo específico, el cual se asume como “periodo de cambio” o “transición” luego del cual se asume una estabilización del negocio y se adiciona una estimación del “valor terminal”, el equivalente de un flujo de fondos a perpetuidad independiente del inicialmente considerado para la ventana temporal.

La tasa de descuento que se utiliza para el cálculo de los valores presentes es conocida como WACC por sus siglas en inglés o costo promedio ponderado del capital en español. Tal y como lo indica su nombre este factor representa el costo del financiamiento para una firma considerando su estructura de capital. Este costo de financiamiento esta, a su vez, dividido en dos componentes; el denominado K_e que representa el costo de los fondos propios o patrimonio, y el denominado K_d , que representa el costo de la deuda ponderado sobre la participación de cada una de las fuentes de financiamiento de la empresa. Esta tasa es un fiel reflejo de los retornos requeridos por los acreedores y accionistas de la empresa; y será la que posteriormente utilizaremos para traer los flujos futuros a valor presente.

$$VP_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT_N}{(1+WACC)^N} \quad \text{con:} \quad VT_N = \frac{FCFF_N(1+g)}{(WACC-g)}$$

Dónde: **VP_{FF}** : Valor Presente del Flujo de Fondos
FCFF_t : Flujo de Fondos disponibles para la Firma en el momento “t”
WACC : Tasa de Descuento
VT_N : Valor Terminal en el momento “N”
g : Tasa de Crecimiento esperada del Flujo de Fondos a Perpetuidad

Para proceder con la Valuación se seguirá una serie de pasos predeterminados que se detallan a continuación:

1. Estimar los flujos de fondos disponibles (FCFF) del período de proyección explícito
2. Calcular la tasa de descuento (WACC)
3. Calcular el valor terminal (VT)
4. Calcular el valor de la empresa (EV)
5. Calcular el valor del capital accionario (E)

Para cada uno de los pasos se detallarán las formulaciones matemáticas correspondientes, así como el criterio detrás de su utilización.

4.2 Flujo de Fondos (FCFF)

Como se explicó anteriormente, el FCFF es flujo de caja luego de aplicadas las tasas impositivas sobre flujos operativos de la empresa, así como de sus proyecciones de inversión para el plazo bajo análisis. El flujo resultante es aquel que se encuentra disponible para todas las partes; acreedores y accionistas por igual. El FCFF se calcula de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} & EBIT \times (1 - t) \\ & + \textit{Depreciaciones y amortizaciones} \\ & - \textit{Inversiones de capital (CAPEX)} \\ & \pm \textit{Variaciones del capital de trabajo} \\ \hline & \textit{Flujo de fondos disponibles para la firma (FCFF)} \end{aligned}$$

Donde:

t= alícuota impositiva

Para empezar el EBIT debe ajustarse por la alícuota impositiva que rija para la empresa. Al ser un flujo independiente de la estructura de capital, los intereses no deben ser considerados; el escudo fiscal que estos proporcionan será luego utilizado como un componente sobre el cálculo del WACC. Se continúa el proceso con la suma de las amortizaciones y depreciaciones ya que son afectaciones únicamente contables, pero sin un efecto de erogación sobre la caja. Por último, deben reflejarse el impacto de las inversiones necesarias para la continuación de las operaciones de la empresa en activos fijos; como así también los cambios en las necesidades de capital de trabajo, cuyas principales fuentes de afectación son políticas de inventarios y periodos de cobro y pago.

Las proyecciones de la siguiente sección serán desde el 2023 hasta el 2027 inclusive, el denominado “periodo de transición”, seguido por una estimación del valor terminal que asume una vida infinita sobre las operaciones de la empresa. Para esta estimación se utilizarán numerosas fuentes de información como serlo: reportes y estados financieros públicos, análisis

de mercado y competidores, declaraciones del segmento directivo de la empresa sobre los objetivos, y las estrategias tanto presentes como a futuro sobre las inversiones de la empresa, así como su dirección.

4.3 Proyección de Ventas

Para poder realizar la proyección del crecimiento en las ventas se tomaron en consideración varios factores. En primer lugar, se consideraron las proyecciones de crecimiento del mercado de “ActiveWear” por zona geográfica. Luego de un relevamiento de las proyecciones de las principales fuentes de información como serlo Statista, JP Morgan y analistas, se generó un promedio de las estimaciones para el periodo 2023-2027. A su vez se analizó el comportamiento del crecimiento de Adidas para cada una de sus zonas reportadas, como así la evolución de sus ganancias y márgenes en cada una de ellas. Por otro lado, se tomaron en cuenta las propias proyecciones de la empresa, en línea con la presentación de la nueva estrategia “Own The Game” que se describió anteriormente. De acuerdo a lo declarado en conferencias de prensa del corriente año, el CEO estimó un crecimiento de “lower teens growth for the following 5 years”, lo que se traduce a un crecimiento de cerca de un 10% por año para el periodo bajo análisis; como así una evolución positiva en el margen operativo para el periodo.

A su vez, los directivos de Adidas han declarado en múltiples conferencias de prensa y, en línea con lo proyectado en las tendencias de mercado un decrecimiento de la cuota de mercado para la región asiática, dada principalmente por el crecimiento de nuevas marcas locales y un “consumer sentiment” más orientado hacia la promoción de marcas de la región.

Los gráficos 37 y 38 muestran la evolución de las ventas para el periodo 2023-2027, discriminado por región y por segmento respectivamente.

Gráfico 37: Evolución de Ventas por Región en millones de euros

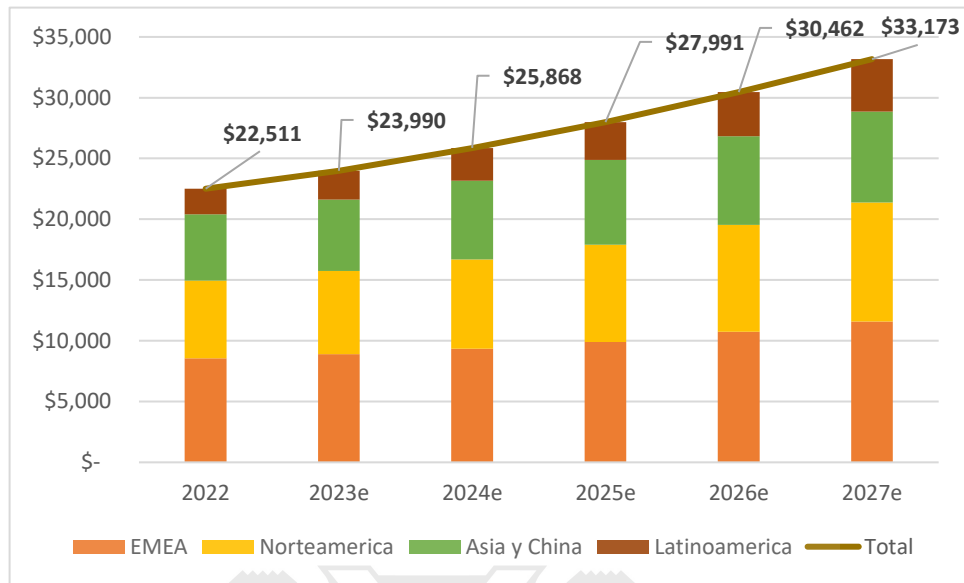


Gráfico 37, Fuente: Elaboración Propia en base a proyecciones basadas en Statista.

Gráfico 38: Evolución de ventas por Segmento en millones de euros

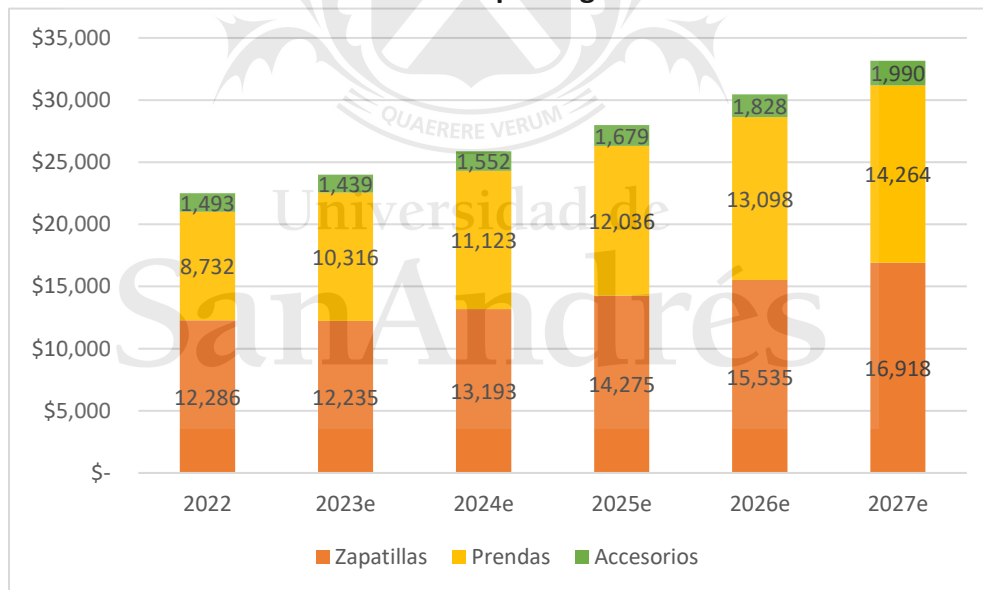


Gráfico 38, Fuente: Elaboración Propia en base a datos de Adidas 2022 Report.

Asimismo, como parte de su estrategia, Adidas busca reducir su dependencia en terceras partes para la comercialización y distribución de sus productos, contribuyendo esto a un mayor nivel de autonomía y también así una reducción de los costos para mantenerse competitivos en el sector. Como parte de la instrumentación de dicha estrategia se proyectaron también los cambios en las

ventas totales por plataforma como se muestra a continuación; factor que será luego en parte explicativo del cambio en los márgenes para los distintos escenarios.

Tabla 12: Evolución de distribución por canal de venta

	Distribucion 2022	Distribucion 2027e
Mayorista	62%	27%
E-Commerce	18%	42%
Tienda Propia	20%	31%

Tabla 12, Fuente: Elaboración Propia en base a estrategia "Own the Game"

Gráfico 39: Evolución de ventas por canal en millones de euros

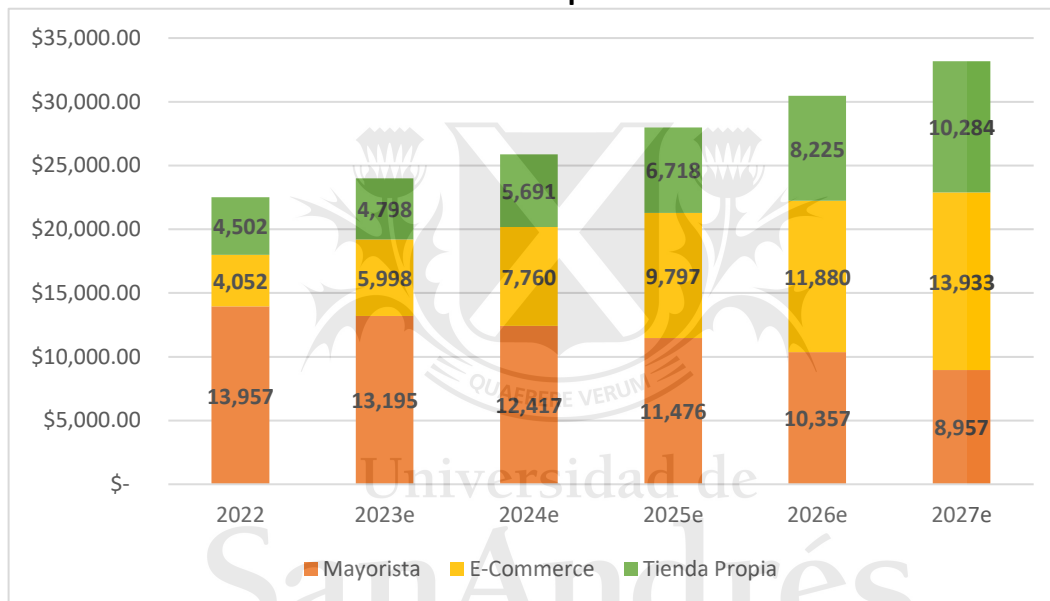


Gráfico 39, Fuente: Elaboración Propia en base a estrategia "Own the Game"

Esta siguiente pequeña subsección explica el origen de las proyecciones de crecimiento para la industria en su conjunto para el periodo bajo análisis. Luego de esto, se procedió a analizar la evolución histórica del crecimiento de las ventas para cada una de las regiones en las que opera Adidas como también así el resultado de cada una de estas. Estos números serán luego la base sobre la cual se construirá, en conjunto con otra serie de factores, los crecimientos proyectados para cada región como así la evolución de sus correspondientes márgenes.

4.4 Evolucion Histórica del Crecimiento de la Industria vs Adidas

A continuación, se procedió a analizar cómo se comportaron las ventas de Adidas frente a las de la industria en su conjunto para el periodo 2015-2019. Se tomó 2019 como la fecha de corte ya que 2020, el consiguiente, y 2022 no son representativos del verdadero potencial de Adidas por las razones previamente explicadas; la pandemia y los problemas de inventario en 2022.

En este fragmento temporal, Adidas creció a una CAGR de 8.7%, mientras que la industria creció a un 6.8%. Este diferencial que vemos entre ambos se explica como la toma de cuota de mercado de Adidas durante el periodo. Para el futuro, y salida Adidas de la crisis que está atravesando, se espera que retome la tasa de crecimiento, expandiendo su presencia en mercados con amplio potencial de desarrollo como lo es América Latina.

La siguiente tabla, expresada en millones de euros, nos muestra las ventas de la industria contra las de Adidas, como así también el crecimiento acumulado de estas.

Tabla 13: Crecimiento Histórico de Ventas de Adidas vs Industria en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas Adidas	16915	18483	21218	21915	23640
<i>CAGR</i>	8.7%				
<i>Crecimiento Acumulado</i>	39.8%				
	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas Industria	152730	163200	173650	185660	198420
<i>CAGR</i>	6.8%				
<i>Crecimiento Acumulado</i>	29.9%				

Tabla 13, Fuente: Elaboración Propia en base a datos de Adidas y reportes de mercado.

4.5 Crecimiento Proyectado de la Industria y Adidas

En línea con lo analizado en la sección de Industria, este apartado hará hincapié no en el crecimiento histórico sino en el proyectado para el periodo 2023-2027. De acuerdo al relevamiento de varias fuentes de información como serlo Statista, Jp Morgan Chase y reportes de mercado este espera crecer a un CAGR de 7.1%, esperando alcanzar a fin del periodo un valor aproximado de 338.000 millones de euros. Este crecimiento se espera provenga principalmente de Asia, y acompañado por un crecimiento más pausado pero constante de Norte América.

El siguiente grafico muestra las proyecciones de crecimiento totales de la industria para cada una de las regiones expresado en miles de millones de euros.

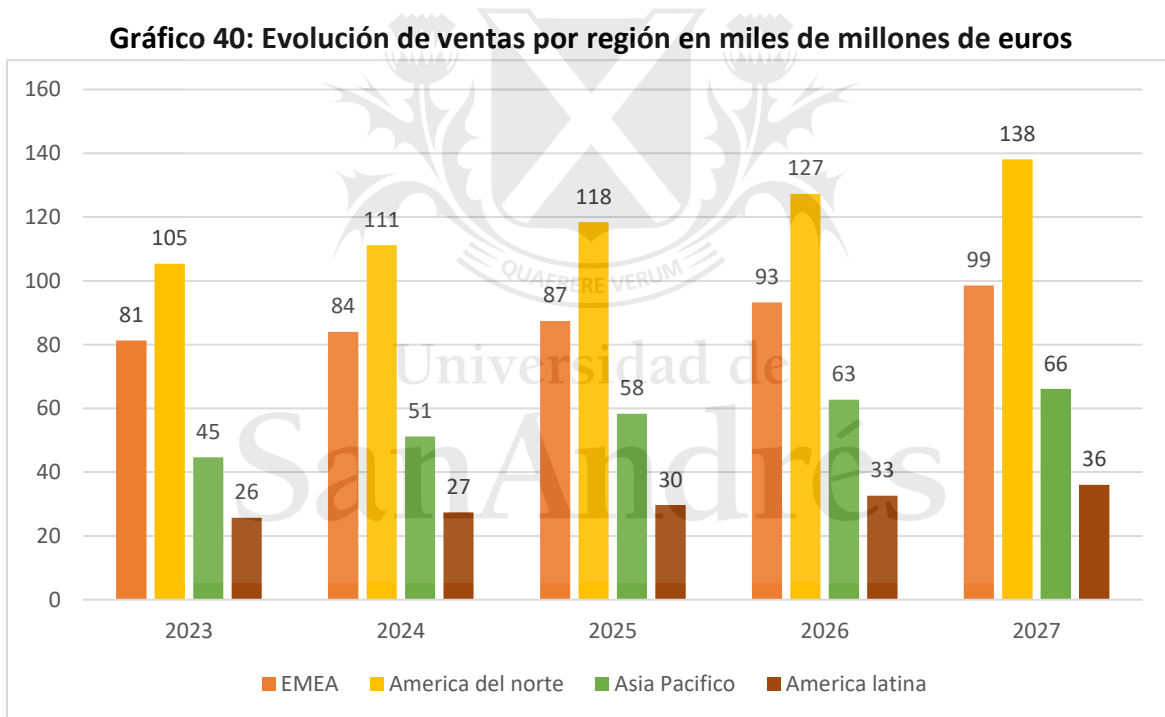


Gráfico 40, Fuente: *Elaboración Propia en base a proyecciones de Statista.*

Complementariamente la siguiente tabla muestra la misma proyección, pero medida en porcentaje, como así también el CAGR para el periodo.

Tablas 15 A y B: Crecimiento Proyectado de Industria

	2023	2024	2025	2026	2027
EMEA	2.7%	3.3%	4.1%	6.6%	5.7%
America del norte	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%
Asia Pacifico	14.0%	14.6%	14.0%	7.5%	5.5%
America latina	6.0%	6.5%	8.5%	10.0%	10.4%

Region	CAGR de Ventas de la Industria (2023-2027)
EMEA	4.9%
America del norte	7.0%
Asia Pacifico	10.3%
America latina	8.8%
Total	7.10%

Tablas 15 A y B, Fuente: *Elaboración Propia en base a datos de Adidas 2022 Report.*

Dichas proyecciones están en línea con lo descrito anteriormente en la sección de tendencias de mercado, en donde se explicó que se espera un gran crecimiento proveniente principalmente de Asia y Latino América. Sin embargo, como veremos más adelante, las grandes empresas del oeste se esperan no sean quienes capturen la mayor parte del crecimiento asiático; ya que esta demanda será satisfecha por empresas de oriente hacia las cuales los consumidores se muestran más afines.

Latino América por su parte se espera sea la que más crezca en términos porcentuales; principalmente liderada por Brasil y las economías más desarrolladas con crecientes niveles poblacionales de clase media, lo que deriva en mayores niveles de acceso a información como serlo los estilos de vida más saludables.

Como se explicó antes, para el futuro, y bajo condiciones de crecimiento normalizadas como las vistas para el periodo 2015-2019, se espera Adidas siga ganando cuota de mercado por sobre el crecimiento de la industria, principalmente en las regiones de norte y sud América.

A continuación, se exponen los crecimientos proyectados para Adidas en cada una de las regiones en las que reporta.

Tablas 16 A y B: Crecimiento Proyectado de Adidas por Región

	2023	2024	2025	2026	2027
EMEA	4.0%	5.0%	6.0%	8.6%	7.9%
America del norte	7.0%	7.5%	8.7%	9.9%	11.4%
Asia Pacifico	8.0%	10.0%	8.0%	4.3%	2.4%
America latina	12.0%	14.0%	15.0%	17.0%	19.0%

Region	CAGR de Ventas de la Industria (2023-2027)
EMEA	6.9%
America del norte	9.4%
Asia Pacifico	6.1%
America latina	16.2%
Total	8.40%

Tablas 16 A y B, Fuente: *Elaboración Propia en base a proyecciones de Statista*

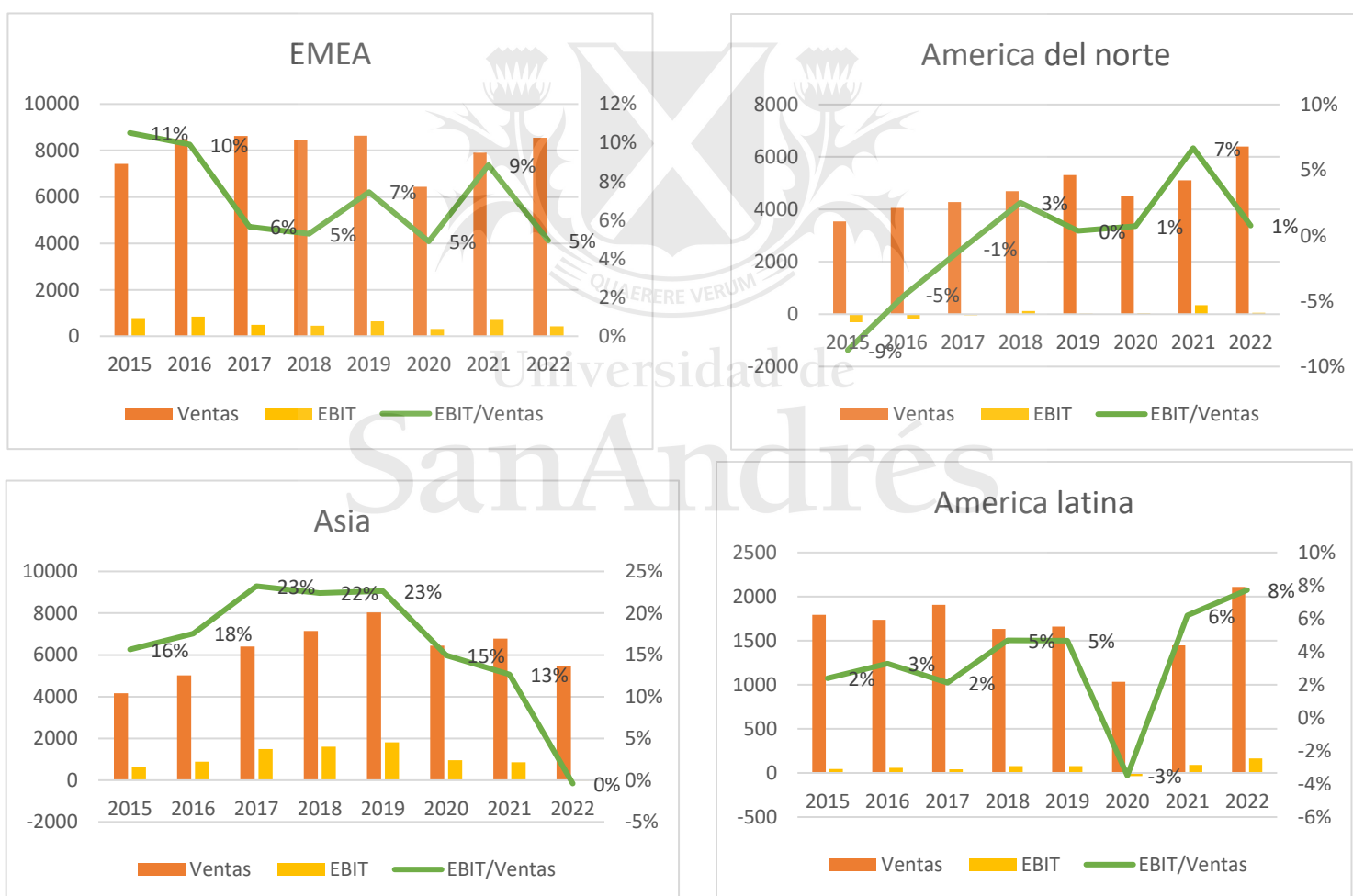
Bajo las presentes proyecciones, se espera Adidas gane cuota de mercado en todas sus regiones a excepción de Asia, donde se espera esta decrezca. Este crecimiento a una CAGR de 8.4% para el periodo supone un crecimiento por encima del de la industria de 1.3%; lo que deriva en un incremento total de la cuota de mercado de 5% para los 5 años. El principal impulsor de este crecimiento es Latino América, seguido por Norte América y EMEA, y por último contrarrestado por la pérdida de un 3% de la cuota de mercado asiática.

4.6 Evolucion histórica de los Márgenes por Región

Antes de avanzar hacia la proyección de márgenes, debemos entender como evolucionaron estos en cada una de las regiones; y cuales seran el o los factores que determinaran su evolución futura.

Los siguientes gráficos muestran, para cada región, la evolución de las ventas, el EBIT y el indicador EBIT/Ventas. Cabe destacar que Adidas reporta separadamente los gastos referentes a la casa Matriz en Alemania y los gastos de marketing; por lo que se le atribuyo a cada región su correspondiente participación en ese gasto para que el EBIT reflejado sea el real.

Gráficos 41 A, B, C y D: Evolucion histórica de margen operativo por región



Gráficos 41 A, B, C y D, Fuente: Elaboración Propia en base a reportes anuales de Adidas

La siguiente tabla expone los resultados graficados arriba para mayor claridad.

Tabla 17: Evolucion histórica de márgenes por región en millones de euros

EMEA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	7418	8488	8631	8453	8636	6440	7905	8550
EBIT	780	841	488	447	644	316	699	423
EBIT/Ventas	11%	10%	6%	5%	7%	5%	9%	5%
Promedio	7%							
America del norte	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	3536	4051	4275	4689	5313	4523	5105	6398
EBIT	-309	-183	-42	117	19	33	341	49
EBIT/Ventas	-9%	-5%	-1%	3%	0%	1%	7%	1%
Promedio	0%							
Asia	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	4165	5016	6403	7141	8032	6438	6777	5453
EBIT	653	881	1488	1601	1818	963	858	-22
EBIT/Ventas	16%	18%	23%	22%	23%	15%	13%	0%
Promedio	16%							
America latina	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	1794	1736	1907	1634	1660	1035	1446	2110
EBIT	43	57	41	77	78	-36	90	163
EBIT/Ventas	2%	3%	2%	5%	5%	-3%	6%	8%
Promedio	3%							

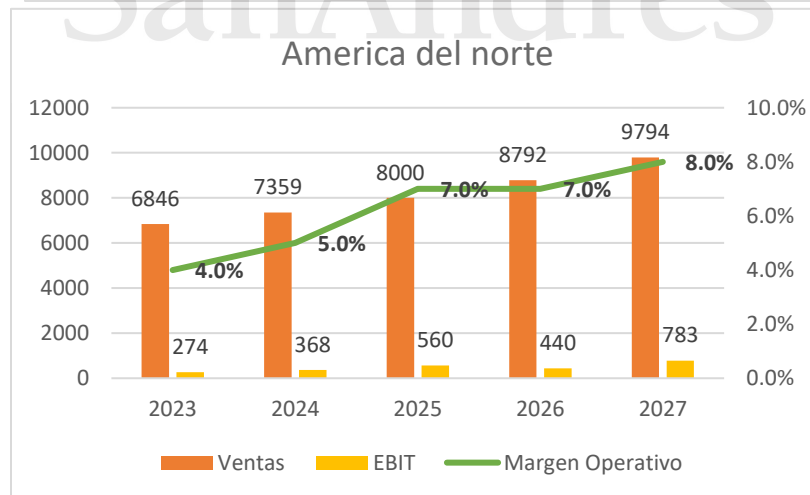
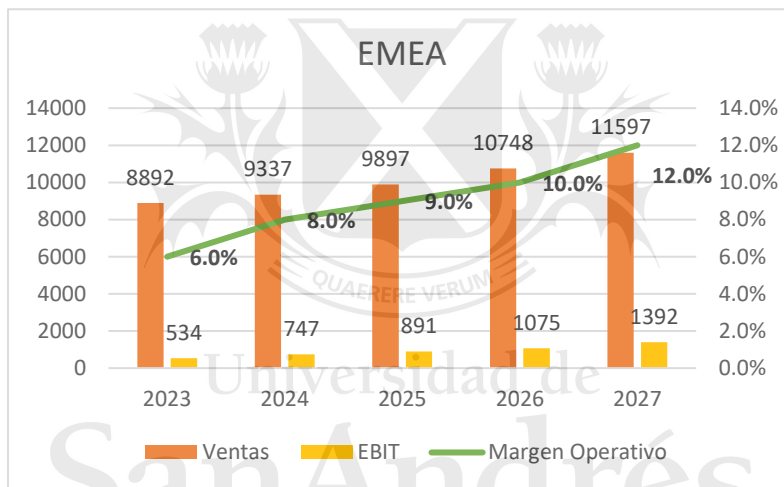
Tabla 17, Fuente: Elaboración propia en base a reportes anuales de Adidas.

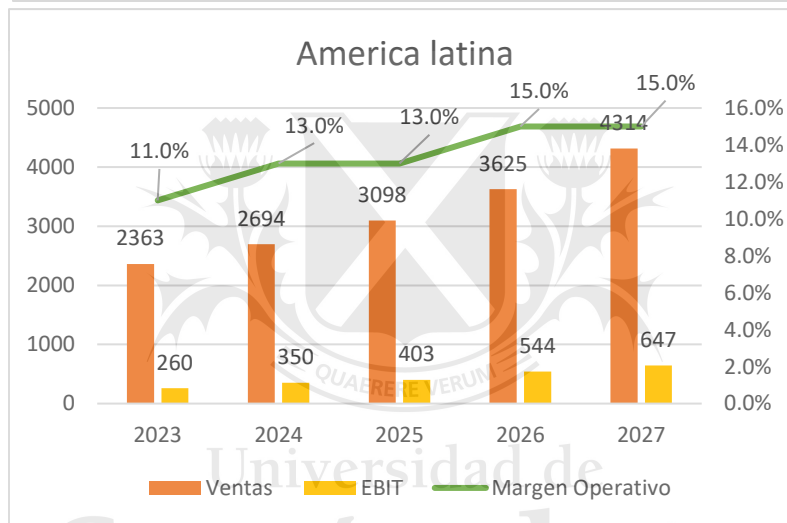
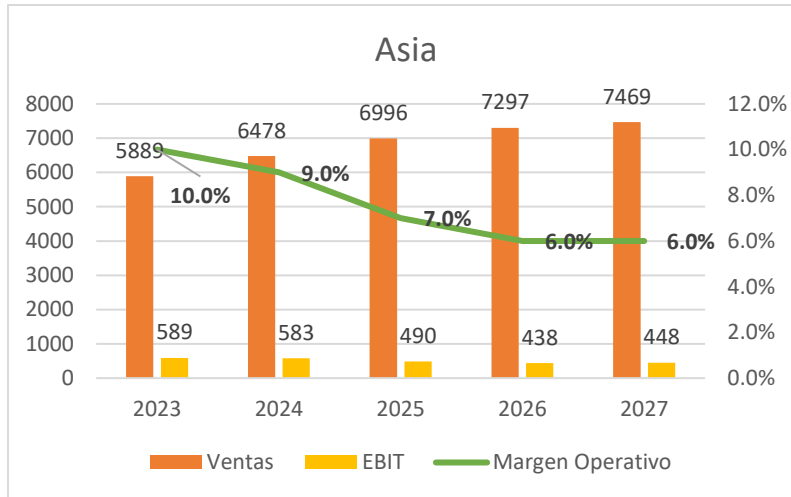
Como se puede observar, los márgenes para cada una de las regiones varía ampliamente. En promedio, las 4 regiones arrojan un margen operativo de 7%. Sin embargo, si las analizamos individualmente, estas se han comportado de manera muy distinta con el pasar de los años. Norteamérica, región que arrastraba resultados negativos desde 2012 logro pasar la barrera del break-even en 2018, y se espera sus márgenes sigan mejorando con el porvenir de los años. Asia por otro lado, y como se explicó anteriormente supo ser un gran mercado para Adidas antes del surgimiento de la pandemia. Sin embargo, las repercusiones de estas en el mercado de consumo asiático aun prevalecen y no ha logrado una recuperación de los márgenes; y no se espera estos mejoren en el futuro próximo debido a las variables ya mencionadas en la sección de análisis de la industria. Por último, Latinoamérica y EMEA se muestran más estables en lo referente a sus márgenes operativos; oscilando entre un 5% y un 10% para EMEA y un 2%-5% para Latinoamérica.

4.7 Proyección de Márgenes

La proyección de los márgenes será realizada por región para respetar la homogeneidad de los reportes Anuales de Adidas. Para dicho análisis se tomaron en cuenta varios factores como serlo; la evolución histórica de los márgenes para cada región, las expectativas de crecimiento de márgenes reportadas por la gerencia como fruto de la estrategia “Own the Game” mencionada anteriormente, y la digitalización de las ventas, lo que supone un aumento de los márgenes, tanto por el valor agregado de el acortamiento de las cadenas de intermediarios como así la declinante necesidad de tiendas físicas para la comercialización de los productos.

Gráficos 42 A, B, C y D: Proyección de márgenes por región en millones de euros





Gráficos 42 A, B, C y D, Fuente: Elaboración Propia en base a proyecciones.

Por último, el último gráfico representa la agrupación de las 4 regiones. Como se puede observar, se espera que los márgenes de Adidas evolucionen positivamente a medida que se acerca 2027, el punto culmine de la estrategia de crecimiento. Como se mostró anteriormente, gran parte de la reinversión de Adidas para el período radica en acentuar su presencia en los mercados electrónicos. Esto se puede ver reflejado en el aumento del 420% en el número de empleados de IT (tecnología) desde 2017 hasta 2022. A su vez, la gradual eliminación de intermediarios mayoristas es el foco de la estrategia de Adidas hacia la mejora de sus márgenes operativos; ya que esto le permitirá percibir un mayor retorno por cada venta realizada. A su vez, este foco en la venta DTC busca otorgarle a Adidas un mayor nivel de control sobre la experiencia del

consumidor, tarea que se vuelve muy difícil al operar con grandes retailers mayoristas que ofrecen variedad de marcas de productos deportivos.

Para 2027 se proyecta el margen operativo de Adidas se ubique cercano al 10%, mostrando una evolución de casi 3 puntos porcentuales desde 2023. Este número se encuentra alineado con las expectativas propuestas por el managment, que suponen el margen operativo se ubique alrededor de 13% para fines del periodo estratégico. A su vez, este margen operativo se ve afectado por una evolución proyectada positiva de los márgenes brutos, como fruto de un mejoramiento de las cadenas de suministro y un mayor nivel de utilización de productos reciclados, que, a menor costo relativo, permitirán una estabilización de los márgenes brutos cercano al 52%.

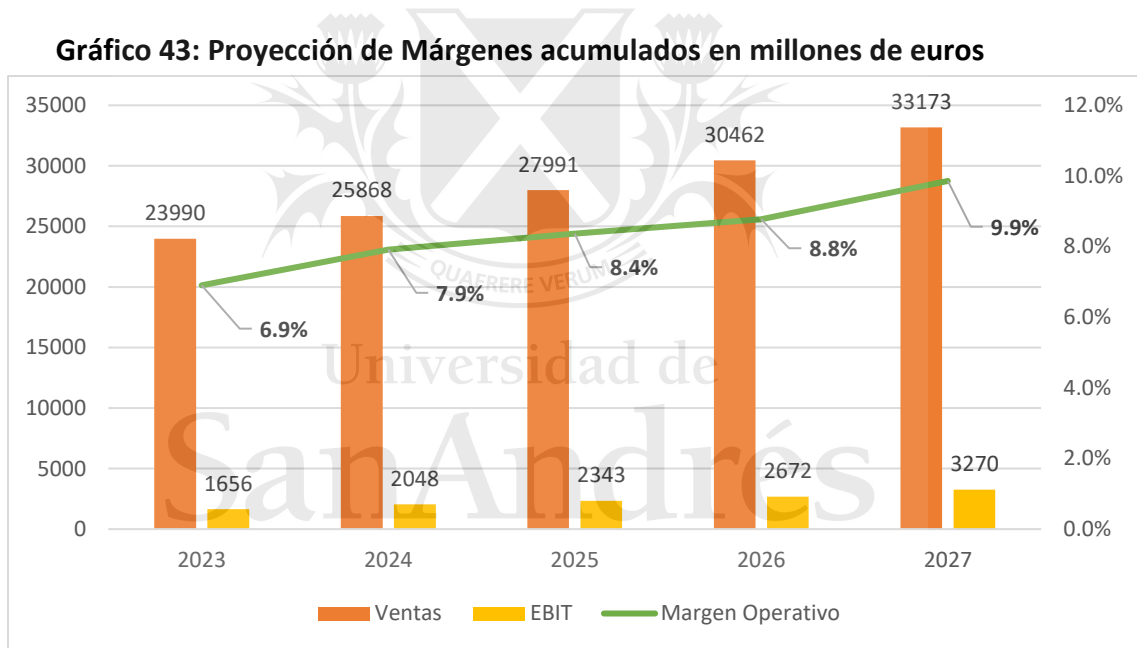


Gráfico 43: Elaboración propia en base a proyecciones.

4.8 Depreciaciones y Amortizaciones

El coeficiente entre las depreciaciones y los activos fijos, específicamente la cuenta Propiedad, Planta y Equipos para el periodo 2017-2022 fue de 24.3%. Cabe destacar que la empresa no discrimina entre depreciaciones y amortizaciones, motivo por el cual se considerara el número global obtenido de los estados contables publicados por Adidas.

Tabla 18: Proyección de Depreciaciones en millones de euros

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Planta Propiedades & Equipos	4944	4906	5290	5724	6229	6783
Depreciacion & Amortizacion	1221	1161	1252	1355	1474	1606

Tabla 18, Fuente: Elaboración Propia en base a Adidas Report 2022.

4.9 Capital de Trabajo

Al igual que el resto de los componentes del flujo de fondos, el capital de trabajo se estimó observando el promedio del coeficiente entre el Capital de Trabajo neto y las ventas de los últimos 5 años. Dicho calculo asciende a **20%**.

A continuación, se expone la evolución de la variación del capital de trabajo neto, que será luego utilizada para el cálculo de los flujos de fondos al momento de realizar la Valuación. Aquellos incrementos del capital de trabajo se muestran con un signo negativo, debido a que representan una salida de caja para la empresa, mientras que las disminuciones en el capital de trabajo se acompañan de un signo positivo.

Tabla 19: Proyección de Capital de Trabajo Neto en millones de euros

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Capital de Trabajo	5594	4695	5063	5478	5962	6492
Variacion	1704	-899	-368	-415	-484	-531

Tabla 19, Fuente: Elaboración Propia en base a Adidas Report 2022.

4.10 Inversiones en Bienes de Capital (CAPEX)

Nuevamente se utilizará el promedio del coeficiente entre el CAPEX y las ventas de la empresa de los últimos 5 años. A su vez, los resultados observados en la tabla debajo respetan la misma regla que aquellos observados en la sección anterior. Los incrementos en el CAPEX, es decir las inversiones, que representan una salida de caja irán acompañadas por un signo negativo para reflejar el flujo.

El promedio para el periodo 2017-2022 arroja un coeficiente de **2.38%**.

Tabla 20: Proyección de CAPEX en millones de euros

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
CAPEX	-504	-570	-615	-665	-724	-788
CAPEX/Ventas	2.24%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%

Tabla 20, Fuente: *Elaboración Propia en base a Adidas Report 2022.*

4.11 Impuestos

La tasa de impuestos utilizada para las proyecciones es la aplicable a Adidas AG que es establecida por Alemania, donde está radicada. De acuerdo a lo indicado en los reportes anuales de Adidas, la tasa impositiva aplicable es de **27.4%**; independiente de la tasa impositiva efectiva resultante cada año luego de los ajustes.

4.12 Tasa de Descuento

4.12.1 Consideraciones

En línea con lo señalado anteriormente, se deberá proceder a descontar los flujos libres de caja (FCFF) utilizando una tasa de descuento apropiada. Esta debe ser un fiel reflejo de los riesgos, el costo de oportunidad y el valor tiempo del dinero. Dicha tasa conocida normalmente como WACC es representativa del costo de financiamiento promedio para la compañía, considerando en su cálculo la estructura de capital de la empresa. A su vez, esta debe estar compuesta por los requerimientos de todos los inversores; tanto accionistas, quienes están inmersos en la empresa

con capital propio a la espera de dividendos y beneficios por variación en los precios de las acciones, como así también los acreedores, quienes prestan fondos a la firma contra el pago de intereses. La siguiente formula arroja como resultado el costo promedio ponderado de financiación de la firma, resultado que será luego utilizado para el descuento de los flujos.

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

Donde:

K_e : costo del capital propio

K_d : costo de la deuda financiera

E: valor de mercado del capital propio

D: valor de mercado de la deuda financiera

t: tasa de impuesto a las ganancias

4.12.2 Costo de la Deuda

La tasa de interés requerida por los acreedores (K_d por sus siglas en inglés) es el costo de la deuda de la empresa. Siendo que los acreedores tienen prioridad para el cobro de los flujos la tasa pagadera por estos fondos es siempre inferior a la requerida por los accionistas, ya que los últimos absorben mayor parte del riesgo.

4.12.3 Costo del Capital Propio (K_e)

El retorno esperado por los accionistas surge de un modelo de Valuación de activos financieros conocido como Capital Asset Pricing Model o CAPM. Este supone modelar la rentabilidad esperada de un activo en función del riesgo sistemático, y arrojar así un estimado. La teoría sugiere que la tasa requerida por un accionista será igual al retorno de un activo libre de riesgo más un coeficiente que represente el riesgo sistemático de la compañía, multiplicado por la prima de riesgo de mercado. La ecuación que lo describe es la siguiente:

$$K_e = R_f + \beta \times MRP$$

Donde:

R_f : tasa libre de riesgo

β : coeficiente beta, representa el riesgo sistemático

MRP: prima de riesgo del mercado

Cabe aclarar que es habitual que, para firmas que operan en mercados emergentes, se consideren otros factores a la hora de calcular el costo del capital propio. Dichos mercados poseen un riesgo implícito mayor y están expuestos a una prima de riesgo adicional conocida como “riesgo país”. Adidas por su parte concentra solamente un 10% de sus operaciones en mercados emergentes, por lo que se ha decidido obviar la prima de riesgo adicional de los países riesgosos en los que opera.

El siguiente grupo de secciones muestra los resultados que se obtuvieron para cada uno de los componentes de la ecuación.

4.12.4 Tasa Libre de Riesgo

Aswath Damodaran, un experto en Valuación y reconocido académico financiero, explica que la tasa libre de riesgo es el cimiento sobre el cual se construyen los distintos costos; tanto aquellos de capital propio como así el interés requerido por los acreedores. Este sugiere que para que una tasa pueda considerarse como “libre de riesgo” esta debe cumplir con dos criterios: inexistencia de riesgo de incumplimiento de pago ni riesgo de reinversión. Si ambas condiciones se cumplen, entonces la tasa esperada de retorno será igual a la obtenida al finalizar el periodo. Para que una tasa sea exactamente la aplicable a una valuación, esta debiere ser aquella de un instrumento cupón cero cuyo plazo de vencimiento sea coincidente con el plazo proyectado de los flujos de fondos, cumpliendo así con la segunda condición de nulo riesgo de reinversión. Sin embargo, frente a la inexistencia de dicho instrumento, se considerará para este trabajo la tasa de interés de un compuesto de bonos europeos calificados como AAA a 5 años. La utilización de dicha tasa se corresponde con la moneda en la cual se realiza la valuación (euros) y la geolocalización de la empresa (Alemania). Al 31 de diciembre de 2022 esta tasa asciende a 2.55%.

4.12.5 Prima de Riesgo de Mercado

La prima de riesgo es la diferencia entre el retorno esperado de un portafolio y la tasa libre de riesgo. Dicho retorno esperado debe ser de un portafolio eficientemente diversificado ya que sino no cumple los criterios de optimalidad de la frontera eficiente de retorno-riesgo. A pesar de no haber un consenso generalizado entre los académicos sobre si este es o no el mejor mecanismo de estimación de la prima de riesgo, es habitual su utilización en los modelos de valuación financiera y ampliamente utilizado en la práctica. El principal problema yace en que el modelo supone la estimación de retornos de mercado futuros basados en el pasado. En este caso utilizaremos la información histórica del DAX40, un índice representativo de las 40 empresas más grandes de Alemania. Los datos extraídos datan de 1987, fecha de creación del índice. Siempre es recomendable, cuando se emplea este mecanismo, buscar el mayor número de puntos de datos posible, para así generar un análisis más contundente.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos

Tabla 21: Resultado de Prima de Riesgo de Mercado

Retorno DAX (1987-2022)	9.88%
Riesgo de Mercado PROMEDIO	9.88%
Tasa libre de Riesgo	2.55%
Prima de Riesgo de Mercado	7.33%

Tabla 21, Fuente: Elaboración Propia en base a datos históricos de Yahoo Finance.

4.12.6 Beta

La beta es el coeficiente de riesgo del capital accionario que no puede ser eliminado mediante la diversificación, en la jerga conocido como riesgo sistemático. Este coeficiente, también conocido como multiplicador beta mide la sensibilidad en el precio de un activo en relación con los movimientos del su mercado.

Adidas, como se mencionó al comienzo del trabajo cotiza en el Deutsche Borse, la Bolsa de Valores de Alemania, lo que simplifica el cálculo de la beta ya que se dispone de amplia

información histórica. A su vez, es necesario elegir un índice adecuado que sea representativo del mercado en el cual opera la empresa. Para el cálculo del Beta se ha decidido utilizar el STOXX50, índice que se compone por las 50 empresas más grandes por capitalización bursátil de Europa.

Para poder realizar el cálculo del coeficiente se analizaron los datos del STOXX50 (STOXX 50) y del precio de las acciones de ADIDAS AG (ADDY) con frecuencia semanal para los últimos 5 años (2017-2022). Con ambos datos se procedió a estimar el coeficiente beta mediante una regresión lineal simple. A continuación, se expone la ecuación utilizada.

$$r_a = \alpha + \beta_a * r_{Stoxx50}$$

Donde:

r_a : Rendimientos de Adidas

α : Intercepto

β_a : Coeficiente Beta de Adidas

$r_{Stoxx50}$: Rendimientos STOXX50

El siguiente grafico muestra el comportamiento de los retornos de las acciones ADDY en relación al índice elegido, mientras que las tablas que lo acompañan describen los resultados obtenidos de la regresión.

Gráfico 44: Distribución de retornos de Adidas vs STOXX50

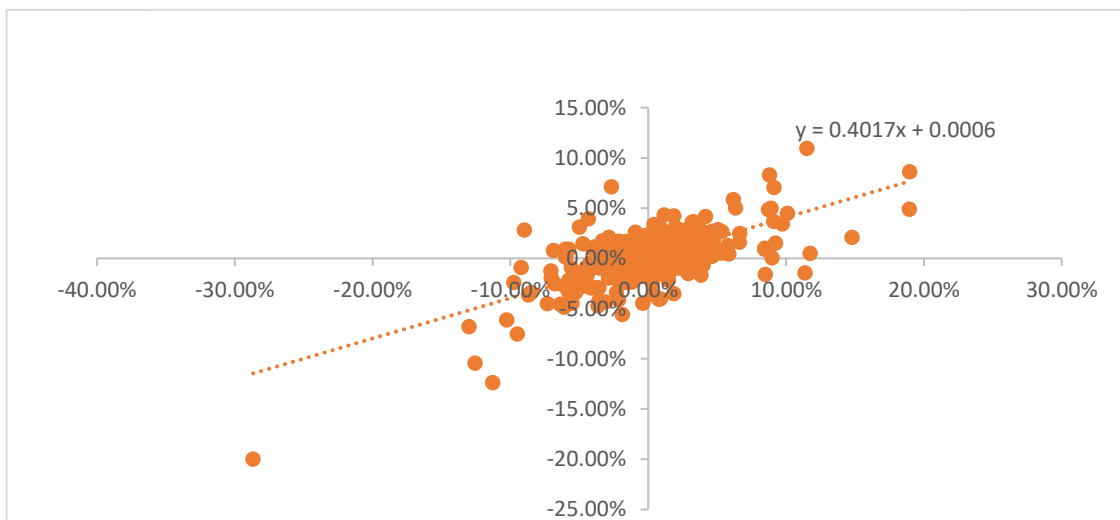


Gráfico 44, Fuente: Elaboración Propia en base a datos históricos de Yahoo Finance.

Tablas 22 A y B: Resultados de la Regresión

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0.677
Coefficiente de determinación R ²	0.458
R ² ajustado	0.456
Error típico	0.037
Observaciones	259

ANÁLISIS DE VARIANZA				
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F
Regresión	1	0.295	0.295	217.322
Residuos	257	0.349	0.001	
Total	258	0.643		
	Coefficientes	Error típico	Inferior 95%	Superior 95%
Beta	1.14046789	0.07736256	0.988122625	1.29281315

Tablas 22 A y B, Fuente: *Elaboración Propia*

Lo expuesto nos arroja un coeficiente beta de 1,14. Esto quiere decir que las acciones de Adidas reaccionan exageradamente a movimientos de mercado.

El coeficiente de determinación observable en la primera tabla (también conocido como R²) es un indicador de la proporción de la varianza de los retornos que se explica por los movimientos de mercado. Por ende, podemos concluir que un 45.6% de la variabilidad en los retornos del precio de la acción se vieron explicados por la varianza del mercado.

A su vez se decidió proceder a analizar la beta de distintas empresas del sector para reafirmar la confiabilidad del coeficiente obtenido a través de la regresión. En este caso se analizaron cuatro compañías del sector que operan, al igual que Adidas, en el mercado mundial de indumentaria deportiva. Estas son: Nike Inc., VF Corporation, Under Armour y Puma. El análisis de los retornos históricos de dichas empresas contra sus respectivos índices (Nike Inc., VF Corp. Y Under Armour fueron contrastadas con el S&P 500 mientras que Puma contra el STOXX50) permitió realizar una regresión lineal para cada una de ellas y obtener así una beta “apalancado” individual. Dicha beta toma en cuenta la estructura de capital propia de cada empresa; motivo por el cual es necesario proceder a “des apalancar” cada uno de estos coeficientes, presumiendo una estructura de

capital compuesta 100% por capital accionario. Por último, se procedió a realizar un promedio de los coeficientes obtenidos y “re-apalancar” dicha beta con la estructura de capital de Adidas.

A continuación, se exponen los cálculos realizados y los resultados obtenidos.

Tabla 23: Beta de Empresas Comparables

$$B_{Lev} = B_{Unlev} * (1 + ((D/E)*(1-t)))$$

	Nike	VF Corp	Under Armour	Puma
Beta Apalancado (2017-2022)	1.09	1.19	1.58	1.10
D/E	0.13	1.03	0.67	0.54
Tasa Impositiva	21%	19%	19%	24%
Beta Desapalancado	0.98	0.65	1.02	0.78
Beta Desapalancado Promedio				0.86
D/E Adidas AG				0.30
Tasa Impositiva				27%
Beta Apalancado por Comparables				1.05

Tabla 23, Fuente: Elaboración Propia en base a Anual Reports.

Este proceso arroja una beta de 1.05, número que está en concordancia con el obtenido mediante la regresión lineal.

La siguiente tabla sintetiza los resultados obtenidos para esta sección como así también una beta adicional correspondiente a la media del sector en el que opera Adidas.

Tabla 24: Exposición de Betas obtenidos

Beta Adidas por regresion Lineal Simple	Beta Adidas por Comparables	Beta Promedio Industria de Indumentaria deportiva
1.14	1.05	1.24

Tabla 24, Fuente: Elaboración Propia.

4.12.7 Costo de la Deuda (Kd)

Para el costo de la Deuda, siendo que la presente valuación será realizada en euros, se procedió a analizar el rendimiento al vencimiento (más conocido como Yield to maturity o YTM) de los bonos de Adidas. Para este trabajo se ha decidido tomar la TIR del bono XS2555179378 emitido el 21/11/2022 por un valor nominal total de 500 millones de euros. El cupón de dicho bono es de 3.125% pagadero una vez por año y su fecha de vencimiento es el 21/11/2029, fecha que resulta próxima a nuestro plazo de proyección.

Al 31/12/2022 la **YTM del XS2555179378 se ubica en 3.6%**. Este será el Kd utilizado para el cálculo del WACC.

4.12.8 Estructura de Capital

Para poder determinar este último coeficiente, se tomó lo reportado por los estados financieros de Adidas al 31 de diciembre de 2022. De dicho archivo se extrajeron varios datos como serlo el precio de la acción a fecha de cierre de balance y la estructura de capital de la empresa. Se debe entender que la estructura según el mercado depende del valor que este le da al Equity; mientras que el contable utiliza el Equity de los estados contables para su cálculo.

En este caso de acuerdo con el mercado (que es el dato que se debe observar para el cálculo de el cociente en la Valuación), Adidas se compone en un 23.5% de Deuda y un 76.5% de Equity. Contablemente por otro lado el valor de la deuda asciende a 42%.

4.12.9 Costo promedio ponderado del capital (WACC)

Con todos los datos obtenidos, se procede a aplicar la formula descripta al comienzo de esta sección, arrojando como resultado un Costo Promedio Ponderado del capital de 8.97%.

Tabla 25: Resultado del WACC

Costo Promedio Ponderado del Capital	
Tasa libre de Riesgo	2.55%
Beta Adidas AG	1.14
Retorno de Mercado	9.88%
Costo del Capital Propio	10.91%
Costo de la Deuda (TIR 2029)	3.58%
Tasa Impositiva Adidas AG	27.4%
Estructura de Capital	
Deuda/EV	23.3%
Equity/EV	76.7%
WACC	
8.97%	

Tabla 25, Fuente: *Elaboración Propia.*

4.13 Valor Terminal

4.13.1 Consideraciones

El valor terminal surge de la idea de que una empresa puede generar flujos de fondos a perpetuidad. Este supuesto asume que la vida de una empresa es infinita, permitiendo así, mediante la utilización de la siguiente formula; darles a esos flujos futuros que exceden el periodo proyectado, un valor presente.

$$VT_N = \frac{FCFF_N (1 + g)}{(r - g)}$$

Donde:

VT_N : valor terminal en el momento "N"

$FCFF_N$: flujo de fondos disponible para la firma en el momento "N"

r: tasa de descuento

g: tasa de crecimiento esperada del flujo de fondos a perpetuidad

Para el cálculo del valor terminal, N se asumirá como 2027, el año para el cual se proyectó el último flujo, instante a partir del cual se asume un crecimiento estable. La tasa de descuento, o “r” es el WACC obtenido en la sección anterior.

La tasa de crecimiento esperada “g”, se determina como el crecimiento global proyectado para el 2027. Dicha información fue extraída del World Economic Outlook publicado por el FMI. Sin embargo, considerando que Adidas no posee una distribución pareja de sus ventas a través de todas las regiones en las que opera se decidió proceder a discriminar las tasas de crecimiento por región (de acuerdo a lo proyectado por el FMI) y ponderarlas de acuerdo a la participación de las ventas que cada región tiene sobre las ventas totales de Adidas.

A su vez, la tasa de crecimiento “g” debe contener en esencia la inflación proyectada para el conjunto de las regiones, que en el presente trabajo se asume como la inflación global proyectada que se ubica en 1.5%.

En la tabla que se muestra a continuación se puede observar lo descrito anteriormente, obteniendo un resultado de 3.54% como crecimiento nominal a perpetuidad. Por último, se debe ajustar a valor presente el VT(N) utilizando el WACC como tasa de descuento.

Tabla 26: Crecimiento real del PBI por Región

<i>Region</i>	<i>Crecimiento Real Esperado PBI</i>	<i>Participación ADIDAS</i>
Europa	1.70%	36%
Estados Unidos	1.80%	29%
China	2.80%	22%
LatinoAmerica	2.00%	13%
Crecimiento Real Promedio		
2.01%		
Inflación Esperada		
1.50%		
Tasa de Crecimiento de la Economía		
3.54%		

Tabla 26, Fuente: Elaboración Propia en base a expectativas del FMI.

4.13.2 Resultado de la Valuación por DCF

A continuación, se detallan las conclusiones resumidas de la Valuación por flujos de fondos descontados.

Tabla 27: Resultado de la Valuación en euros

ADIDAS AG	
<i>Fecha de Valuación</i>	31-12-2022
<i>Tasa de Descuento (WACC)</i>	8.97%
<i>Tasa de Crecimiento (g)</i>	3.54%
<i>Valor ADIDAS en millones de €</i>	41,782.34 €
<i>Caja</i>	798.00 €
<i>Deuda Financiera</i>	6,916.00 €
Valor del Equity	35,664.34 €
Cant. de Acciones	178.54M
Precio por acción en EUR	199.76 €

Tabla 27, Fuente: *Elaboración Propia*

El precio por acción asciende a 199,76 euros, lo que, contrastado con los 127.46 al que cotizaba la acción en esa misma fecha (31-12-2022) supone que el mercado proyecta expectativas de menor crecimiento a las sugeridas en este trabajo y/o escenarios de mayor riesgo a los utilizados.

A su vez también se procedió a realizar una matriz de sensibilidad del precio de la acción frente a diferentes escenarios de tasas de descuento y tasas de crecimiento. La tasa de descuento se proyectó con una apertura de 2%, mientras que la tasa de crecimiento a perpetuidad se le dio 1.2% de libertad. Estos pequeños cambios, como puede verse, generan dispersiones ampliamente significativas en los precios de la acción.

Tabla 28: Sensibilidades sobre WACC y "g"

WACC/g	2.94%	3.24%	3.54%	3.84%	4.14%
7.97%	224.0	237.8	253.5	271.5	292.3
8.47%	200.2	211.4	223.9	238.1	254.2
8.97%	180.4	189.6	199.79	211.2	224.0
9.47%	163.7	171.3	179.7	189.1	199.4
9.97%	149.3	155.8	162.8	170.6	179.1

Tabla 28, Fuente: *Elaboración Propia*.

4.13.3 Análisis de Sensibilidad

Las proyecciones no son más que eso; proyecciones. Estas, a pesar de deber cumplir con ciertos criterios de estructura, son completamente subjetivas al criterio de su redactor. Adidas, como cualquier otra compañía, se enfrenta a un futuro incierto que se ve afectado por variables endógenas como así también otras exógenas que escapan su poder. Para poder darle mayor cobertura a nuestro análisis, se decidió plantear dos escenarios alternativos en los que ciertas variables clave son modificadas; unas de manera positiva y otras no tanto.

Estos escenarios son:

Escenario Base

- Las ventas de la empresa crecen a una CAGR de 8.4%, superior al 7.1% esperado para la industria.
- El margen operativo crece de manera gradual, ubicándose en 6.9% al comienzo del periodo (este número se coincide con el promedio de los últimos 5 años de margen operativo) y evoluciona de manera constante para ubicarse en 9.9% en 2027.

Escenario Pesimista

- Las ventas de la empresa crecen al ritmo de mercado. Para este escenario se asume Adidas no logra captar cuota de mercado en la totalidad del periodo.
- Los márgenes operativos desmejoran, ubicándose un 2% por debajo de los parámetros establecidos en el escenario base.

Escenario Positivo

- Las ventas de la empresa crecen un 2% por encima del mercado, ganando un 2% de cuota de mercado en el periodo.
- Los márgenes Operativos crecen, y se ubican un 2% por encima de los parámetros establecidos en el escenario base.

Cabe aclarar que el escenario positivo que se planteó se encuentra, al igual que el base alineado con los objetivos planteados por Adidas en la sección de “Estrategia-Own the Game”. Ambos escenarios caen dentro de los objetivos establecidos por el management; con la salvedad de que el escenario base supone una evolución más conservadora.

A continuación, se resume lo redactado arriba:

	Base	Negativo	Positivo
Crecimiento de Mercado	7.10%	7.10%	7.10%
Crecimiento de Adidas	8.40%	7.1%	9.1%
Margen Operativo	6.9%>9.9%	5.9%>7.9%	8.9%>12.9%

La siguiente tabla comparativa nos indica que, dentro de los parámetros de sensibilidad aplicados, el precio de la acción de Adidas podría oscilar entre los 179.88 y los 282.32 euros.

Tabla 29: Resultados de la Valuación por Escenario en millones de euros

Cuota de Mercado	NEGATIVO	BASE	OPTIMISTA
	. 0%	.+1%	. +2%
Suma Valor Actual Flujo de Fondos	7668	8774	11241
Valor Actual Valor Terminal	30565	33008	45282
Valor de la compañía	38233	41782	56522
Caja (2022)	798	798	798
Deuda (2022)	6916	6916	6916
Equity	32115	35664	50404
Acciones (en millones)	178.54	178.54	178.54
Precio Accion segun Valuacion	€ 179.88	€ 199.76	€ 282.32
Precio de la acción al 31/12/2022	€ 127.46	€ 127.46	€ 127.46

Tabla 29, Fuente: Elaboración Propia.

5. Valuación por Múltiplos

Alternativamente al CAPM, hay un mecanismo de valuación conocido como múltiplos o valuación por comparables. Este no es un reemplazo del mecanismo aplicado en la sección anterior, sino que actúa como complemento al DCF. Este consiste en, estimar, a partir de múltiplos de empresas con características similares, el valor de un activo. A diferencia del DCF, que promete ser un método mucho más preciso, este instrumento arroja resultados con un mayor grado de dispersión, por lo que sus resultados suelen ser debatibles. Sin embargo, como mencione anteriormente, esta “segunda valuación” se utiliza como complemento para revalidar lo obtenido vía DCF.

Este análisis, como su nombre lo sugiere, se apalanca sobre los datos de otras empresas de características similares. Al igual que en el DCF, buscar empresas que coticen públicamente suele resultar beneficioso ya que estas suelen brindar información más abundante y precisa. Se utilizarán los datos de las mismas empresas que en el modelo de flujos para mantener homogeneidad. (Las 4 empresas empleadas son líderes del segmento y tienen presencia en el mercado global). Para el segmento de consumo masivo; sector en el que operan Adidas y sus competidores, es habitual la utilización del múltiplo EV/EBITDA. Este permite comparar empresas con distintas estructuras de capital; lo que resulta esencial ya que cada empresa conforma su financiamiento a su manera.

El múltiplo se calcula de la siguiente manera:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Valor empresa}}{\text{Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones}}$$

$$\text{Valor empresa} = \text{Capitalización de mercado} + \text{Deuda} - \text{Caja}$$

A continuación, se expone una tabla, la cual, adicionalmente, contiene aquellos datos relevantes vistos en la sección de empresas comparables que permiten realizar un análisis comparativo entre ellas.

Tabla 30: Múltiplos e Información sobre empresas comparables






Empresa	EV/EBITDA	CAGR Ventas	Margen EBITDA	Margen Operativo	Cap. De Mercado	ROA
	24.99	6%	16%	14%	USD 179,727.36	16%
	10.53	7%	14%	4%	USD 10,712.68	3%
	14.71	3%	11%	6%	USD 4,500.88	7%
	16.30	13%	12%	5%	€ 8,448.30	7%
Multiplicador Promedio de la Industria 16.5X						
	16-20X	0.5%	7%	3%	€ 22,756.33	3%

Tabla 30, Fuente: *Elaboración Propia en base a información de Reportes Anuales.*

Como puede observarse en el cuadro, la mayoría de las empresas del sector muestran Márgenes relativamente similares. Sin embargo, se evidencia el liderazgo de Nike y Adidas en la industria; exhibiendo estos márgenes mayores a los de sus pares de menor envergadura. Lo mismo sucede con el ROE y la mayor parte de los indicadores; a excepción del CAGR sobre las ventas el cual para el caso de Adidas es cercano a 0% debido a las complicaciones a las que se enfrentó en 2022 que se explicaron anteriormente.

Para la valuación se consideró un rango de 16x a 20x. A primera vista este rango pareciera no condecirse con los resultados obtenidos ya que la media de la industria es 16.5x. Sin embargo, considerando que Adidas al igual que Nike es significativamente más grande que el resto de los competidores se ha decidido proceder con 16.5x como el límite inferior.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos.

Tabla 31: Resultados de Valuación por Múltiplos en millones de euros

ADIDAS				
Multiplo de Mercado	EV/EBITDA			
	Limite Inferior	Medio	Limite Superior	
	16X	18X	20X	
Informacion Financiera ADIDAS				
EBITDA	1605	1605	1605	
Valuacion por Multiplo				
Valor de la Empresa	25680	28890	32100	
Valor de la Deuda	6916	6916	6916	
Valor de Caja y Equivalentes	798	798	798	
Valor del Equity	19562	22772	25982	
Cantidad de Acciones	178.5			
Precio por Accion (EUR)	109.59	127.57	145.56	

Tabla 31, Fuente: *Elaboración Propia*.

De acuerdo con lo obtenido mediante el mecanismo de valuación vía el múltiplo EV/EBITDA el precio de la acción debiere oscilar entre 109.59 y 145.56 euros. Dicho resultado no se asemeja al obtenido mediante el método DCF, indicando que las expectativas de crecimiento o de mejoramiento de los márgenes podrían ser inferiores. El multiplicador 18X nos arroja un resultado muy similar al de la acción al 31/12/2022, indicando que el mercado podría estar utilizando 18 como el multiplicador del EBITDA para esta empresa.

Por ultimo y como es de costumbre, se produjo una matriz de sensibilidad para estudiar el comportamiento de la variable frente a cambios en los múltiplos y el EBITDA. La dispersión de múltiplos va de 1 en 1, mientras que el ajuste de EBITDA es de 5% por nivel.

Tabla 32: Sensibilidad a cambios en EBITDA y Múltiplo en millones de euros

Valor del Equity					
	16	17	18	19	20
EBITDA	MULTIPLICADOR				
	16X	17X	18X	19X	20X
1444.5	\$ 16,994.00	\$ 18,438.50	\$ 19,883.00	\$ 21,327.50	\$ 22,772.00
1524.75	\$ 18,278.00	\$ 19,802.75	\$ 21,327.50	\$ 22,852.25	\$ 24,377.00
1605	\$ 19,562.00	\$ 21,167.00	\$ 22,772.00	\$ 24,377.00	\$ 25,982.00
1685.25	\$ 20,846.00	\$ 22,531.25	\$ 24,216.50	\$ 25,901.75	\$ 27,587.00
1765.5	\$ 22,130.00	\$ 23,895.50	\$ 25,661.00	\$ 27,426.50	\$ 29,192.00
Valor de la Accion					
	16	17	18	19	20
EBITDA	MULTIPLICADOR				
	16X	17X	18X	19X	20X
1444.5	\$ 95.20	\$ 103.30	\$ 111.39	\$ 119.48	\$ 127.57
1524.75	\$ 102.40	\$ 110.94	\$ 119.48	\$ 128.02	\$ 136.57
1605	\$ 109.59	\$ 118.58	\$ 127.57	\$ 136.57	\$ 145.56
1685.25	\$ 116.78	\$ 126.23	\$ 135.67	\$ 145.11	\$ 154.55
1765.5	\$ 123.98	\$ 133.87	\$ 143.76	\$ 153.65	\$ 163.54

Tabla 32, Fuente: Elaboración Propia.

Conclusiones

Con cerca de 8 décadas en el mercado de indumentaria deportiva Adidas fue una de las pioneras en esta industria; destacándose siempre por sus productos de diseño y calidad. A pesar de haber pasado por ciertas dificultades en los últimos años; en parte por los efectos de la pandemia que aún continúan disipándose y, una alianza deficiente con Yeezy debido a las circunstancias relacionadas al personaje en 2022 la cual tuvo un gran impacto en los resultados de Adidas; la empresa continúa mostrando, aunque más escuetos, resultados positivos.

Actualmente las expectativas de crecimiento de la industria se mantienen fuertes, inclusive en mercados más maduros como pueden serlo Europa y Norte América. A pesar de haber expectativas aún más fuertes para mercados emergentes; hoy Adidas concentra gran parte de sus operaciones en los otros 2 mercados ya mencionados. En línea con lo indicado por el CEO el modelo de valuación utiliza una tasa de crecimiento proyectada para Adidas cercana al 8.5%, superior a la esperada para el mercado de 7.1%, indicativo de expectativas de crecimiento de la participación de mercado.

Entre los factores a destacar podemos encontrar el alto número de contrataciones de empleados para el sector de IT lo que sugiere que la mirada esta puesta sobre los mercados electrónicos que son los que proyectan el mayor crecimiento esperado. El otro factor clave a destacar es el alto nivel de compromiso de la empresa con la reducción de la huella de carbono, lo que está 100% alineado con las tendencias de mercado, dándole así un argumento de compra a una gran base de consumidores jóvenes, cuya lealtad de marca aún no ha sido desarrollada.

La valuación por DCF, indicaría que, a la fecha de valuación, el mercado proyecta menores expectativas de crecimiento futuro o un escenario de mayor volatilidad al empleado en el presente modelo de valuación.

Bibliografía

Referencias Académicas

- Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance*. Cuarta Edición.
- Damodaran, A. (diciembre 2008). *What is the risk-free rate? A Search for the Basic Building Block*. Stern School of Business, New York University. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>
- Fernández, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Academic Press.

Informes y Reportes

- *Estados Contables 2015-2022 ADIDAS AG*
- *Estados Contables 2022 Nike Inc.*
- *Estados Contables 2022 Puma*
- *Estados Contables 2022 Under Armour*
- *Estados Contables 2022 VF Corp.*
- *International Monetary Fund. World Economic Outlook*. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>
- *McKinsey & Co “The State of Fashion 2022”* <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/retail/our%20insights/state%20of%20ofashion/2022/the-state-of-fashion-2022.pdf>
- *Morgan Stanley “Athletic Footwear Brands – Fast Fashion”* <https://www.morganstanley.com/ideas/athletic-footwear-sneaker-brands-reset-for-fast-fashion>
- *Statista “Footwear Report 2023 Outlook”*
- *The Global Times “Adidas foresees slowdown in China 2022”* <https://www.globaltimes.cn/page/202207/1271554.shtml>

Sitios Web

- *2023 Outlook for the sports industry, Deloitte.* <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/technology-media-and-telecommunications/articles/sports-business-trends-disruption.html>
- *Base de datos de LinkedIn, Expectativas de crecimiento para el mercado deportivo norteamericano.* <https://www.linkedin.com/pulse/global-sportswear-market-continues-grow-cagr-69-reach-alwin-sundstrom/>
- *Base de datos de Statista, Expectativas de crecimiento para el mercado deportivo europeo.* <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/1357855/value-and-growth-of-the-european-sportswear-market/>
- *Base de datos de Statista, Expectativas de crecimiento para el mercado de deportes y outdoors en Asia.* <https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/outlook/dmo/ecommerce/toys-hobby-diy/sports-outdoor/worldwide?currency=EUR#revenue>
- *Base de datos de Statista, Tamaño del mercado de ropa deportiva.* [Size of the global ActiveWear market 2028 | Statista \(udesa.edu.ar\)](https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/1357855/size-of-the-global-active-wear-market-2028)
- *Base de datos de Statista, Ventas totales de la industria de moda deportiva.* [Total revenue of the global sports apparel market 2021-2026 | Statista \(udesa.edu.ar\)](https://www-statista-com.eza.udesa.edu.ar/statistics/1357855/total-revenue-of-the-global-sports-apparel-market-2021-2026)
- *Damodaran, A. Online database: Levered and Unlevered Betas by Industry.* [Betas \(nyu.edu\)](https://www.damodaran.com/betas)
- *European Central Bank, Euro Area yield curves.* [Euro area yield curves \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/euro-area-yield-curves)
- *Sporting goods 2023: The need for resilience in a world in disarray, McKinsey & Co.* <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/sporting-goods-2023-the-need-for-resilience-in-a-world-in-disarray>
- *W-Wonder Report on ActiveWear Industry.* <https://askwonder.com/research/activewear-industry-2n6etb2vi>
- *Yahoo Finance. Información Histórica de Índices y Acciones.* <https://finance.yahoo.com/>

ANEXOS

A

Escenario Base

Esenario Base		FCFF				
	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ventas Totales	€ 22,511	€ 23,990	€ 25,868	€ 27,991	€ 30,462	€ 33,173
Tasa de Crecimiento Ventas CAGR	8.40%					
Margen Operativo	6.9%>>9.9%					
EBIT	€ 384	€ 1,656	€ 2,048	€ 2,343	€ 2,672	€ 3,270
Impuestos (27.4%)	€ (134)	€ (454)	€ (561)	€ (642)	€ (732)	€ (896)
Depreciaciones y amort.	€ 1,221	€ 1,161	€ 1,252	€ 1,355	€ 1,474	€ 1,606
Inversion de capital	€ (504)	€ (570)	€ (615)	€ (665)	€ (724)	€ (788)
Capital de trabajo	€ (1,704)	€ 899	€ (368)	€ (415)	€ (484)	€ (531)
Tasa de Crecimiento "g"	3.54%					
WACC	8.97%					
FCF	€ (353)	€ 2,693	€ 1,757	€ 1,976	€ 2,207	€ 2,661
DCF		€ 2,471	€ 1,480	€ 1,527	€ 1,565	€ 1,732
Valor Terminal						€ 50,723
Valor Actual Valor Terminal						€ 33,008
Deuda	€ 6,916					
Caja	€ 798					
Valor de Accion por Valuacion	€ 199.76					

B

Escenario Negativo

Escenario Negativo	FCFF					
	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ventas Totales	€ 22,511	€ 23,920	€ 25,631	€ 27,661	€ 29,716	€ 31,745
Tasa de Crecimiento Ventas CAGR	7.10%					
Margen Operativo	4.9%>>6.9%					
EBIT	€ 384	€ 1,173	€ 1,517	€ 1,762	€ 2,012	€ 2,495
Impuestos (27.4%)	€ (134)	€ (321)	€ (416)	€ (483)	€ (551)	€ (684)
Depreciaciones y amort.	€ 1,221	€ 1,161	€ 1,252	€ 1,355	€ 1,474	€ 1,606
Inversion de capital	€ (504)	€ (579)	€ (613)	€ (644)	€ (675)	€ (705)
Capital de trabajo	€ (1,704)	€ 827	€ (282)	€ (260)	€ (251)	€ (248)
Tasa de Crecimiento "g"	3.54%					
WACC	8.97%					
FCF	€ (353)	€ 2,261	€ 1,459	€ 1,730	€ 2,009	€ 2,464
DCF		€ 2,075	€ 1,228	€ 1,337	€ 1,425	€ 1,604
Valor Terminal						€ 46,968
Valor Actual Valor Terminal						€ 30,565
Deuda	€ 6,916					
Caja	€ 798					
Valor de Accion por Valuacion	€ 179.88					

C

Escenario Positivo

Escenario Positivo	FCFF					
	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ventas Totales	€ 22,511	€ 24,370	€ 26,600	€ 29,237	€ 31,993	€ 34,819
Tasa de Crecimiento Ventas CAGR	9.10%					
Margen Operativo	9.9%>>11.9%					
EBIT	€ 384	€ 2,170	€ 2,638	€ 3,032	€ 3,446	€ 4,129
Impuestos (27.4%)	€ (134)	€ (595)	€ (723)	€ (831)	€ (944)	€ (1,131)
Depreciaciones y amort.	€ 1,221	€ 1,161	€ 1,252	€ 1,355	€ 1,474	€ 1,606
Inversion de capital	€ (504)	€ (579)	€ (613)	€ (644)	€ (675)	€ (705)
Capital de trabajo	€ (1,704)	€ 827	€ (282)	€ (260)	€ (251)	€ (248)
Tasa de Crecimiento "g"	3.54%					
WACC	8.97%					
FCF	€ (353)	€ 2,984	€ 2,273	€ 2,652	€ 3,050	€ 3,651
DCF		€ 2,739	€ 1,914	€ 2,049	€ 2,163	€ 2,376
Valor Terminal						€ 69,583
Valor Actual Valor Terminal						€ 45,282
Deuda	€ 6,916					
Caja	€ 798					
Valor de Accion por Valuacion	€ 282.32					