



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Licenciatura en Finanzas

Trabajo final de graduación

Valuación de Adidas AG

Alumnos: Benjamín Bartolomé Rosauer y Francisco José Moresco

Legajos: 31200 y 31296

Director: Alejandro Enrique Loizaga

Buenos Aires, agosto de 2023

Resumen ejecutivo

El deporte es un aspecto fundamental en la vida de muchas personas. En los últimos tiempos se ha desarrollado una concientización que vincula a la práctica de la actividad física con una vida larga y saludable. Una de las empresas más identificadas con la industria del deporte es Adidas, cuyas icónicas tres tiras pueden ser reconocidas por cualquiera, sin necesidad de aclarar de qué empresa se trata. Sin embargo, en los últimos tiempos han surgido problemas tanto internos como externos que generaron más de un dolor de cabeza para los directivos de la compañía. Un fiel reflejo del momento que atraviesa la compañía es la caída del 50% en la cotización de las acciones identificadas con el símbolo ADS en la bolsa de valores de Fráncfort durante el año 2022.

El presente trabajo propone hallar el valor de la empresa mediante un análisis cualitativo que permita determinar si creemos que la empresa se encuentra o no correctamente valorada en el mercado. Los métodos para valorar serán dos: el modelo de flujos de caja descontados (DCF - por sus siglas en inglés) y la valuación por múltiplos comparables. La fecha sobre la cual se basan estos métodos es el **31 de diciembre del 2022**, cuando la empresa realizó el cierre de ejercicio en su último reporte anual.

La primera sección del trabajo se denomina **descripción de la compañía**, donde contamos un poco de la historia de Adidas y describimos su modelo de negocio, considerando su método de producción, distribución y mercadotecnia. Más adelante encontramos la **descripción de la industria**. Allí discutimos sobre las características y tendencias generales del sector de la ropa y el calzado deportivo, y de la situación de Adidas dentro de éste. Por otro lado, elaboramos un **análisis financiero** de la compañía, que nos permite identificar fortalezas y debilidades sumamente relevantes para definir la capacidad de la empresa para generar flujos en el futuro. Luego nos encontramos con la parte más relevante, la **valuación** final de Adidas. Apoyados en todas las secciones que hemos mencionado anteriormente, hallamos el valor de la empresa según el punto de vista de ambos métodos.

En cuanto a los resultados de la valuación, el DCF determinó un valor por acción de €149,5 para el escenario base. Por otro lado, mediante el método de múltiplos comparables, utilizando el múltiplo EV/EBITDA, obtuvimos como resultado un rango de €130 a €166 por acción y empleando el múltiplo EV/Ventas encontramos un rango de €130 a €186. Por otra parte, para los escenarios alternativos con el DCF obtuvimos un valor de €242,7 y de €58,3 para el escenario optimista y pesimista, respectivamente.

Contenido

I. Descripción de la compañía	4
a) Historia	4
b) Descripción del negocio	7
c) Operaciones Globales	9
e) Segmentos Operativos	11
f) Estrategia	12
II. La industria	13
a) Características	14
b) Inductores externos e internos que afectan a la industria	17
c) Tendencias	21
d) Competencia y posicionamiento	24
1. Análisis competitivo de la industria	24
2. Desafíos y planes de acción	31
3. Adidas en la industria de la ropa deportiva	34
e) Expectativas de la industria para los próximos años	40
III. Análisis Financiero	43
a) Ventas	43
b) Márgenes de Rentabilidad	45
c) EBITDA	47
d) Ratios de Rentabilidad	48
e) Análisis Patrimonial	49
f) Liquidez y capital de trabajo	50
IV. Valuación	53
a) Enfoque en ingresos	53
1. El modelo de los flujos descontados	53
2. Estimación de las variables - Escenario Base	56
3. Resultados Escenario Base	68
4. Escenarios alternativos	70
5. Escenario optimista	70
6. Resultados escenario optimista	72
7. Escenario pesimista	72
8. Resultados escenario pesimista	74
b) Enfoque de mercado	74
1. Selección de múltiplos	75
2. Selección de empresas comparables	75
3. EV/EBITDA	77
4. EV/Ventas	80
V. Riesgos	83
a) Riesgos macroeconómicos, sociopolíticos y de divisa	83
b) Riesgos relacionados con el mercado	83
c) Otros riesgos	84

VI. Conclusión	85
Anexo	87
Glosario	89
Bibliografía	90



Universidad de
San Andrés

I. Descripción de la compañía

a) Historia

Adidas AG fue fundada el 18 de agosto de 1949 por el alemán Adolf Dassler, también conocido como Adi Dassler. Sin embargo, el nacimiento de Adidas fue producto de la disolución de Gebrüder Dassler Schuhfabrik, una compañía fundada a principios de la década de 1920 por Adi junto con su hermano Rudolf.

Los hermanos fueron pioneros en el diseño de zapatillas deportivas, así como también de la promoción de éstas mediante estrellas del mundo del deporte. Prueba de ello es la utilización de productos de la marca por parte de los atletas alemanes que participaron de los Juegos olímpicos de Berlín 1936. Con el correr de los años fueron surgiendo diferencias personales entre Adi y Rudolf, lo cual derivó en la separación de la empresa. Así surgieron Adidas por el lado de Adolf, y Puma por el de Rudolf. Así nacería una rivalidad entre las compañías que hoy continúa vigente.

A la vez que la empresa fue creada, surgieron las inconfundibles tres tiras que identifican a Adidas en todos sus calzados e indumentaria, y fueron registradas por su dueño. Posteriormente, hacia el año 1954, con la celebración de la Copa Mundial de la FIFA en Suiza, Adidas comenzó a ganar presencia en el fútbol, creando el mítico calzado con tapones que ayudó a la selección de Alemania a consagrarse campeón del torneo. A partir de ese momento la empresa ganó gran popularidad y reconocimiento entre los adeptos a este deporte.

Hacia el año 1967 la empresa comienza a diversificar su gama de productos, lanzando al mercado prendas de vestir, y posteriormente en la antesala de la Copa Mundial de México 1970 creando su primer balón de fútbol, iniciando una relación comercial con la FIFA que continúa al día de hoy. Con la llegada del nuevo logotipo del trébol, Adidas continuaría su expansión hacia otros deportes como el tenis y el alpinismo. El trébol es hoy el símbolo de la marca en su segmento de moda urbana, denominado *Adidas Originals*.

En 1978 se produciría la muerte de Adi, quien fue sucedido en la dirección de la empresa por su hijo Horst. El fallecimiento de este último en 1987 determinó el fin de la propiedad absoluta de la familia Dassler sobre la empresa y el comienzo de un período convulso para la empresa. En 1989 Adidas fue adquirida por el francés Bernard Tapie, conocido por su

habilidad para rescatar empresas en quiebra. El empresario decidió trasladar la producción a Asia.

Dadas las dificultades económico - financieras que la compañía atravesaba, en 1992 Tapie encomendó al banco *Crédit Lyonnais* para que vendiera Adidas. En 1993, y bajo la dirección de Robert - Louis Dreyfus, la empresa logró sobreponerse a los problemas que la azotaban. El CEO cuadruplicó los ingresos de Adidas desde el año 1993 hasta el 2000, y decretó la salida de la compañía a la bolsa en 1995.

Durante la década de 1990 Adidas dividió la marca en tres segmentos principales, cada uno con un enfoque distinto. Por un lado, creó *Adidas Performance*, diseñada para enfocarse en los atletas. Luego se encontró *Adidas Originals*, para centrarse en indumentaria urbana con diseños icónicos de la marca a lo largo del tiempo. El tercer segmento fue *Style Essentials* para el ámbito de la moda, dentro del cual se encuentra su célebre colección *Adidas Y-3*, colaboración entre la marca de las tres tiras y el diseñador japonés de moda Yohji Yamamoto.

En 1997 Adidas AG adquirió al grupo Salomon, especializado en ropa de esquí; y también a TaylorMade Golf y Maxfli, lo que les permitió adentrarse en el mundo del Golf. La diversificación de segmentos continuó con la asociación establecida con la diseñadora Stella McCartney en 2004, que encaminó la salida al mercado de una colección de ropa deportiva para mujeres denominada *Adidas by Stella McCartney*. Más adelante, en enero de 2006 Adidas adquirió Reebok por 3800 millones de dólares, lo cual significó que la compañía tendría un volumen de ventas cercano al de Nike en América del Norte.

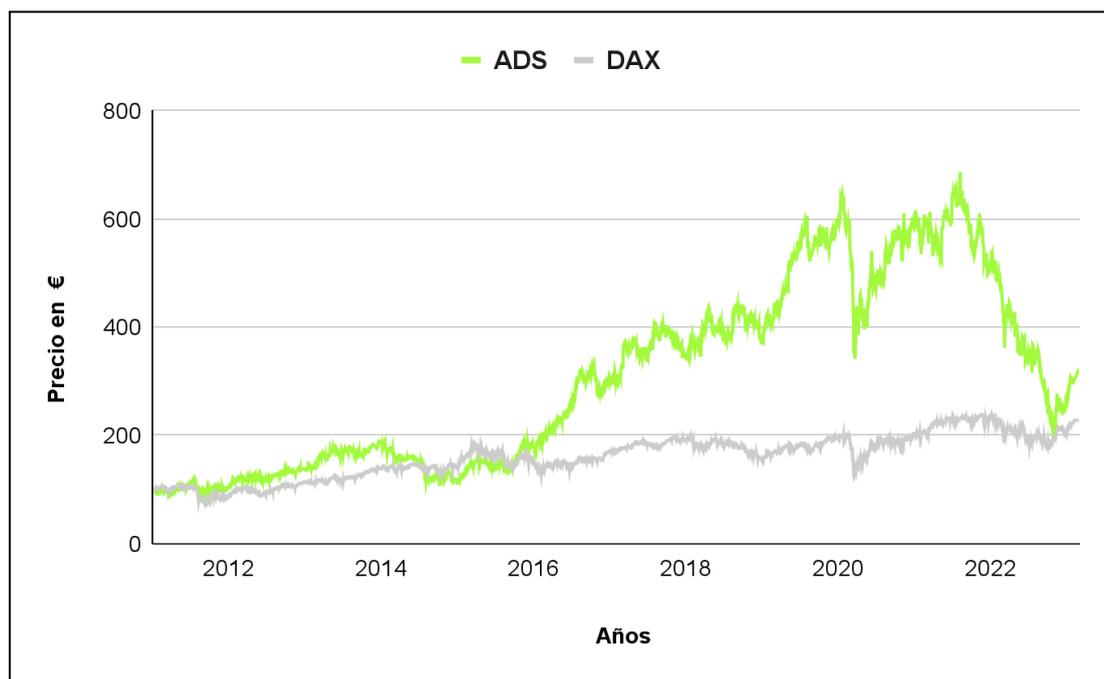
En 2016 asumió como CEO de la empresa Kasper Rorsted, quien comenzó la transición de la empresa dentro de la era digital, para mantener el éxito de la empresa en tiempos cambiantes. También se abocó al compromiso de la marca con la sustentabilidad, fomentando uniones con organizaciones para la conservación de océanos para la confección de ropa y zapatillas hechas de plástico rescatado de los mares. Se firmaron múltiples acuerdos con marcas y celebridades como Lego, Prada, Bad Bunny, Palace Skateboards y Manchester United, entre otros.

Al igual que la mayoría de las compañías del mundo, la pandemia significó un gran desafío para la marca. Para renacer de ese difícil momento, Adidas miró hacia el futuro renovando a Rorsted al frente de la compañía y anunciando la venta de la marca Reebok. En 2023 la empresa anunció a Bjørn Gulden como nuevo CEO de la empresa, quien trabajó en la

empresa de 1992 hasta 1999, contando con más de 30 años de experiencia en la industria de ropa y calzado deportivo.

Adidas actualmente cotiza en Xetra, la plataforma electrónica de negociación de la bolsa alemana, con sede en Fráncfort. Desde enero de 2011 hasta febrero de 2023 la acción de la marca de las tres tiras triplicó su valor, pasando de €49 a €161. En el mismo intervalo temporal, el índice que comprende las 40 acciones de mayor capitalización bursátil que cotizan en Xetra, denominado DAX, sólo duplicó su valor, pasando de €6.990 a €15.500.

Gráfico I: Evolución del precio de ADS y del índice DAX (Base 100, enero de 2011).

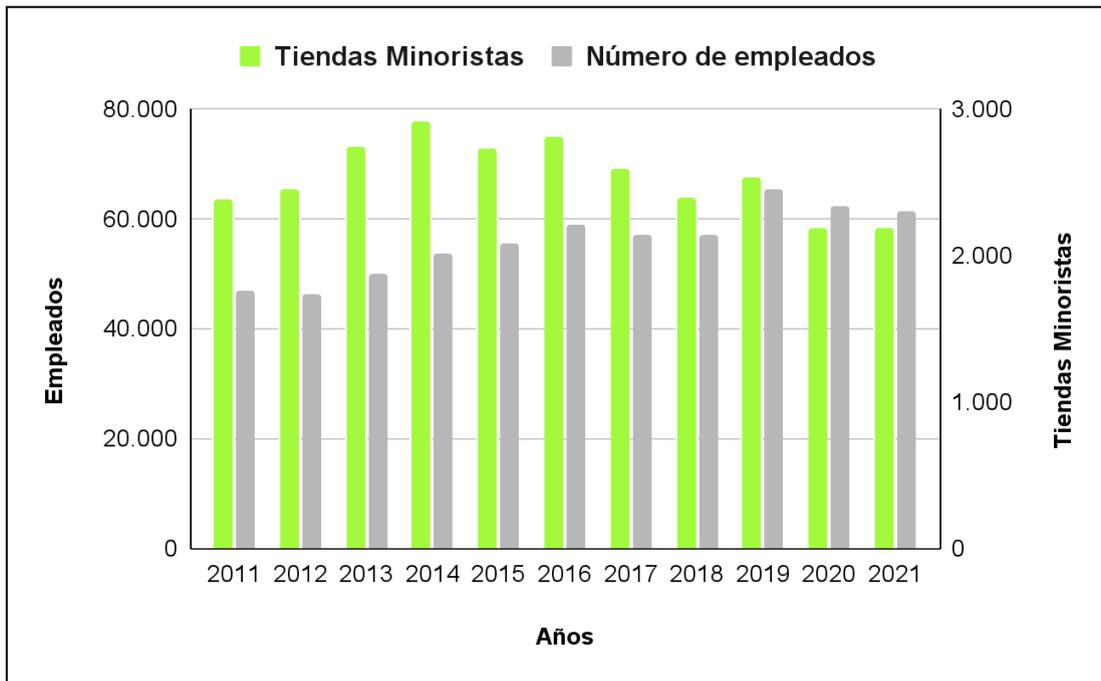


Fuente: Elaboración propia con datos de Yahoo Finance.

Adidas cotiza bajo el símbolo ADS y es la decimoséptima empresa con mayor capitalización bursátil listada en Xetra, y la primera del sector de ropa, accesorios y artículos de lujo. A nivel mundial se encuentra en segundo lugar en capitalización bursátil en el sector de ropa deportiva por detrás de Nike, Inc.

Tanto la cantidad de tiendas minoristas como la de empleados de Adidas no mostraron subidas tan pronunciadas como en las variables anteriormente expuestas. El número de tiendas ha disminuido ligeramente en el intervalo 2011-2021, principalmente como consecuencia del proceso de digitalización que ha llevado a cabo la empresa. Por su parte, la cantidad de empleados aumentó un 30% en el mismo periodo.

Gráfico II: Cantidad de tiendas y de empleados.



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista.

La empresa se encuentra actualmente enfrentando problemas inminentes que repercutieron en la caída del 50% del precio de su acción en 2022. El resultado neto de operaciones continuadas, que representa los resultados provenientes de la actividad habitual de la empresa, disminuyó en un 86% interanual del tercer trimestre de 2021 al mismo periodo del 2022. Adidas enfrenta el desafío de recuperar definitivamente su prosperidad financiera en un año que se vislumbra como desafiante por la coyuntura económica que se espera que atraviesen los principales mercados.

b) Descripción del negocio

Adidas AG es una empresa multinacional que se dedica a la producción, diseño, *marketing* y distribución de equipamiento deportivo y de indumentaria urbana. Es el mayor productor de su industria en Europa y a nivel global solo se encuentra detrás de Nike, su principal competidor. La empresa con sede central en Herzogenaurach, Alemania, ofrece productos de gran calidad para todas las edades y para una amplia variedad de deportes que se comercializan en todo el mundo. A través de su portafolio de marcas, la compañía busca innovar y destacar sus productos para generar lealtad y confianza en el consumidor. Su estrategia se concentra en aumentar la credibilidad de la marca y en mejorar la experiencia del cliente. Actualmente, dentro de la arquitectura de marcas de Adidas se destacan tres marcas globales según el tipo de indumentaria:

Adidas Performance: Ropa, equipamiento y accesorios diseñados para deportistas y atletas.



Logo asociado a Adidas Performance.

Adidas Sportswear: Ropa cómoda y de deporte pensada no necesariamente para las prácticas deportivas.



Logo asociado a Adidas Sportswear.

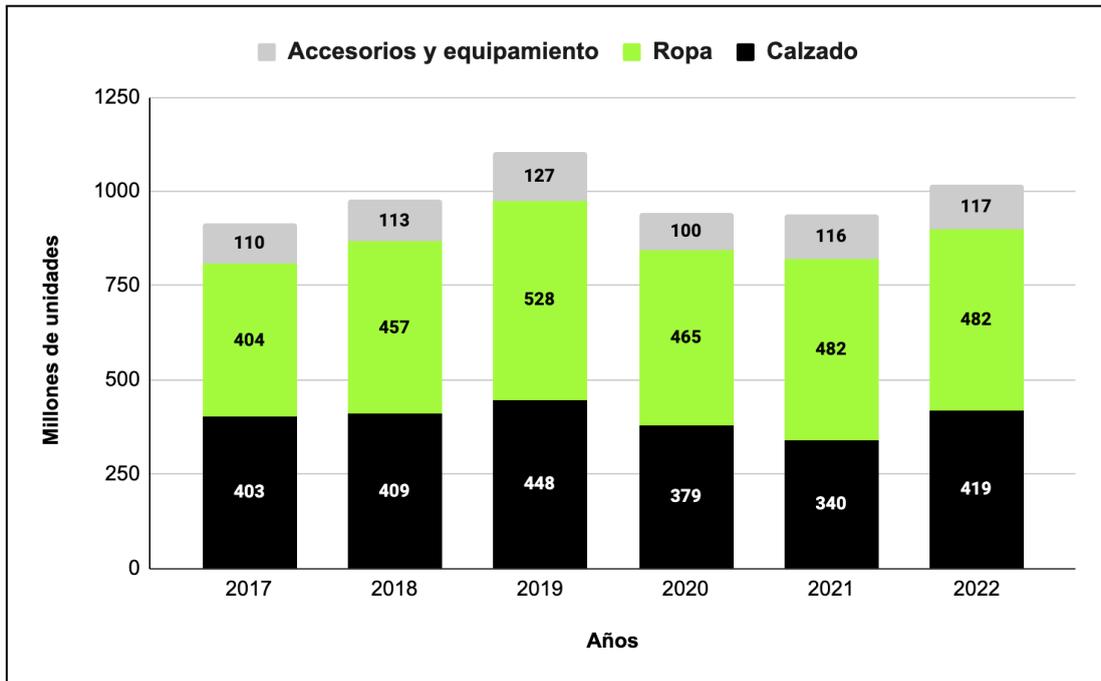
Adidas Lifestyle: Indumentaria urbana *fashion* con productos de lujo. Encabezada por *Adidas Originals*.



Logo asociado a Adidas Lifestyle.

Se pueden diferenciar tres tipos de productos principales en el portafolio de Adidas. Por un lado, su producto que lidera las ventas son las zapatillas y sus distintas variedades. Este segmento representó el 55% de las ventas en 2022. Por otro lado, las prendas de vestir conformaron el 38% de las ventas y el resto de los ingresos se atribuyen a las ventas de accesorios y equipamiento. Sin embargo, Adidas presentó una disminución en la producción de pares de calzado en los últimos años por problemas de logística debido a la pandemia del coronavirus. El 96% del volumen de producción de zapatillas proviene de Asia donde reiterados brotes de casos de coronavirus generaron cierres en las fábricas.

Gráfico III: Volumen de producción por producto.



Fuente: Elaboración propia con datos 10K Adidas.

En el 2022, el volumen de pares de zapatillas aumentó en un 18,8% para acercarse a los valores pre - pandemia y se recuperó la producción. La compañía en el último año fabricó un total de 1.018 millones de unidades de mercadería.

c) Operaciones Globales

Dentro del proceso de salida al mercado se encuentran las operaciones globales de la compañía. Éstas se encargan de la creación, producción y distribución de los productos con el foco en la calidad y la eficiencia a lo largo del proceso.



Adidas delega la mayoría de la producción a fabricantes independientes para mantener los costos de fabricación bajos. Estos se ubican principalmente en Asia donde la mano de obra es menos costosa. El 71% de los productores se encuentran en el continente asiático,

especialmente en Vietnam, Indonesia, Camboya y China. En este último país es donde se concentra la mayoría de la producción de equipamiento y accesorios. Estos centros de producción tercerizados son sometidos a rigurosos controles de calidad y de *performance* para mantener los estándares que la marca exige. Es por esta razón que Adidas valora las buenas relaciones con sus socios productores: el 37% de ellos manufactura para Adidas hace más de veinte años.

En el último lugar de la cadena de las operaciones de la compañía, se encuentra la distribución de los productos. Adidas cuenta con 66 centros de distribución localizados a lo largo de todos los segmentos operativos geográficos donde opera para mantener las entregas en tiempo y forma. El 35% de estos centros son de la propiedad de la empresa, mientras que el otro 65% son tercerizados.

d) Canales de venta

DTC: Direct to consumer

Adidas vende sus productos directo al consumidor a través de sus tiendas *retail* y su plataforma de *e-commerce*. En los últimos años, Adidas impulsó el crecimiento de las ventas por este canal para mejorar la experiencia del cliente y obtener mayores márgenes de rentabilidad. Principalmente, hubo un gran aumento de las ventas por *e-commerce* durante la pandemia debido a los cierres de los locales por el aislamiento social. La empresa aprovechó esta oportunidad para continuar invirtiendo en su plataforma de venta *online* y actualmente está presente en 65 países, mientras que su aplicación móvil se encuentra disponible en 50 países. La *app* no solo permite comprar los productos de la marca sino que se centra en el programa de miembros "*Adi Club*" mediante el cual Adidas mantiene relaciones y crea lealtad con los clientes. A través de un sistema de colección de puntos, los miembros pueden subir de nivel para desbloquear distintas recompensas y obtener descuentos. Este programa alcanzó los 303 millones de miembros en 2022 que pueden acceder a productos especiales, eventos, lanzamientos y promociones para realizar compras. En 2022 las ventas por *e-commerce* alcanzaron la cifra de los 4,5 billones de euros, que significaron el 20% de las ventas de la compañía en ese año. Para 2025 se espera que se vendan entre 8 y 9 billones a través de este canal.

El sector *retail* para Adidas sigue siendo importante ya que representa las tiendas físicas en las cuales los consumidores interactúan directamente con la marca y sus productos. A pesar de los inconvenientes que trajo la pandemia, Adidas continúa invirtiendo en tiendas para mejorar la interacción con el consumidor. Específicamente, la empresa aumentó la

cantidad de *flagship stores* en las ciudades más importantes a nivel global. Estas son las tiendas más destacadas que presentan una gran identidad de marca y le ofrecen al cliente una experiencia distinta. Se inauguraron nuevos locales en ciudades clave como Berlín, Shanghai y Moscú localizadas estratégicamente con diseños sustentables y tecnología digital interactiva para los clientes. Este canal generó el 19% de las ventas en 2022.

Segmento Mayorista

Por otro lado, Adidas vende sus productos a otros distribuidores minoristas *retail* que generalmente se tratan de comercios deportivos multimarca. La compañía tiene identificados a aproximadamente 80 clientes a los que llama “*Alliance accounts*” con los que continúa mejorando sus servicios para ganar cuota de mercado. La empresa cuenta con un portal digital de servicios *B2B “Business to business”* para los clientes mayoristas llamado “*Click*”. Las tiendas multimarca minoristas pueden realizar las compras de mercadería de manera eficiente y personalizada como lo hacen los consumidores finales mediante su tienda *online*. Además, a través de su “*Partner program*” genera conexiones entre las plataformas digitales de estos distribuidores con sus sistemas para proveer acceso al inventario e información sobre los productos.

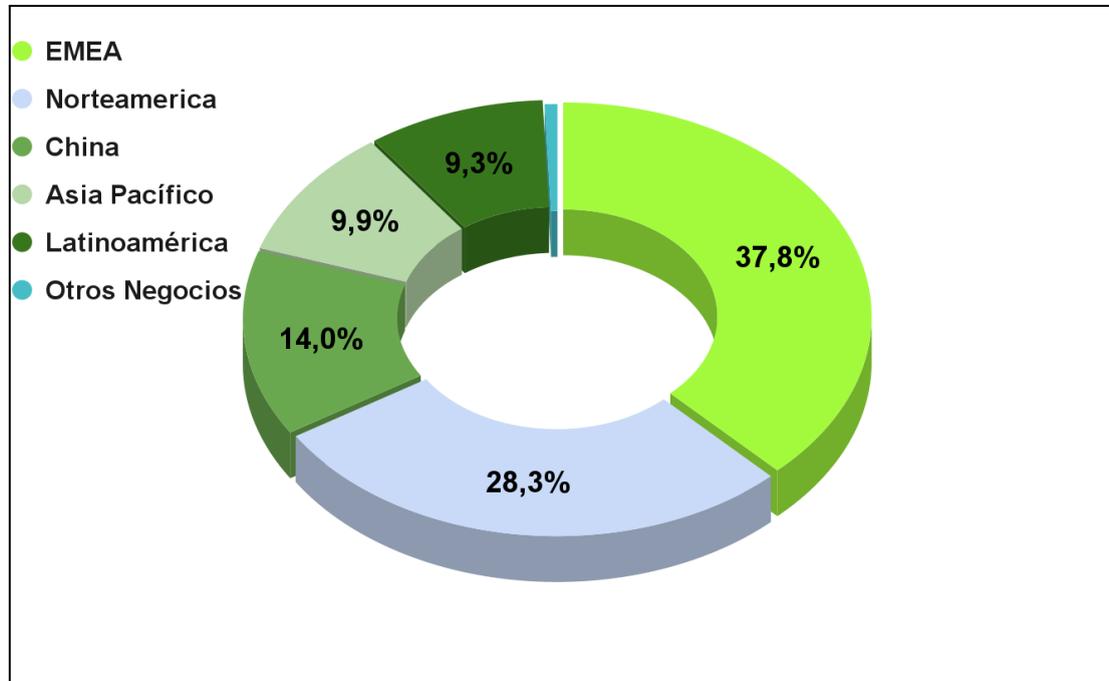
Este segmento es el canal de venta que más ingresos le genera a la compañía con el 61% de la facturación en el último año. Sin embargo, la compañía busca vender más a través de sus canales directos al consumidor y ha desafectado la mayoría de los clientes mayoristas indiferenciados que no contribuyen a la identidad y *marketing* de la marca.

e) Segmentos Operativos

Dentro de la estructura interna de la compañía se diferencian distintos segmentos operativos geográficos: EMEA (Europa, Medio Oriente y África), Norteamérica, China, Asia Pacífico y Latinoamérica. La región más importante del último año fiscal fue EMEA que concentró el 38% de las ventas de Adidas, seguido por Norteamérica y China donde se realizaron el 28% y el 14% de las ventas de la compañía respectivamente. En estas tres regiones el *management* pondrá un mayor foco en los próximos años ya que esperan que generen el 90% del crecimiento de las ventas hasta 2025. Por otra parte, se encuentra el segmento de “Otros Negocios” que incluye actividades como la marca Y-3 de moda del diseñador Yohji Yamamoto.

Desde el año 2021 que la region de Russia/CIS se integró dentro del segmento EMEA y se reclasificó a Reebok a operaciones discontinuas por su venta a Authentic Brands Group en 2,1 billones de euros en el primer trimestre del 2022.

Gráfico IV: Porcentaje de ventas por segmento operativo en 2022.



Fuente: Elaboración propia con datos 10K Adidas.

f) Estrategia

En el 2021 Adidas lanzó su nuevo ciclo estratégico a 5 años denominado “Adueñate del juego” (traducido de la expresión *Own the game* en inglés), poniendo especial énfasis en sus clientes, reconociendo el rol que juegan en los cambios constantes de las tendencias que afectan a la industria.

La dirección buscada por la empresa se puede resumir en tres objetivos fundamentales: mejorar la experiencia de los consumidores, aumentar la credibilidad de la marca y comprometerse con la sustentabilidad y el medio ambiente. La ejecución de la estrategia descansa sobre una mentalidad innovadora en todos los aspectos del negocio y la transformación digital que la marca viene llevando a cabo hace años.

Con esta nueva planificación, la empresa apunta a que las ventas producidas sin intermediarios, es decir directamente a los consumidores, totalicen el 50% del total de

ventas y que contribuyan a más del 80% de los ingresos totales de la compañía. Esto permitirá a la empresa tener un contacto más cercano con los clientes, lo cual le permitirá asegurarse que la experiencia de éstos sea completamente satisfactoria.

El aumento en la credibilidad de la marca dependerá del éxito de la estructura de la marca que Adidas quiere llevar a cabo. Ésta debe ayudar al cliente a relacionarse y a comprender con mayor facilidad a la marca y a sus productos. Se refiere a la manera en la cual toda la gama de productos se encuentra organizada. El foco de la compañía permanecerá puesto sobre los segmentos con mayor potencial de los ingresos en el futuro: el fútbol, el *running*, el *training* y el *outdoor*; aunque también invirtiendo en mejorar la oferta de productos en la categoría conocida como *athleisure*, referida a artículos que consisten en una mezcla entre deportivos y casuales para crear atuendos no necesariamente destinados a la práctica deportiva.

Adidas busca transformarse en una empresa que llegue directamente hacia los consumidores. La elección de los canales de venta a desarrollar, combinando el comercio electrónico con sus puntos de venta directos, así como el desempeño de su club de miembros jugarán un papel crucial para el futuro de la compañía. Se espera que el comercio electrónico llegue a representar la mitad de las ventas totales de la compañía para 2025, al igual que buscan que la cantidad de miembros del *adiClub* pase de 303 millones de usuarios a 500 millones en 2025. Estos objetivos requerirán grandes inversiones y continuar estableciendo contratos de patrocinio con artistas y deportistas para optimizar procesos y fomentar la adhesión de los clientes.

La sustentabilidad se ha encontrado entre las preocupaciones de Adidas desde hace más de 10 años. La compañía está en campaña para expandir sus ofertas sustentables y ampliar su compromiso con programas de la misma índole dentro de sus operaciones de negocio. Actualmente el 60% de sus productos son categorizados como sustentables, pero apuntan a que para 2025 este número aumente a 90%. Para lograr esto la empresa planteó tres “bucles” fundamentales: investigar continuamente para encontrar nuevos materiales reciclables y biodegradables para utilizar en sus prendas, confeccionar prendas para poder ser reutilizables cuando cumplen su vida útil, y producir con materiales renovables.

II. La industria

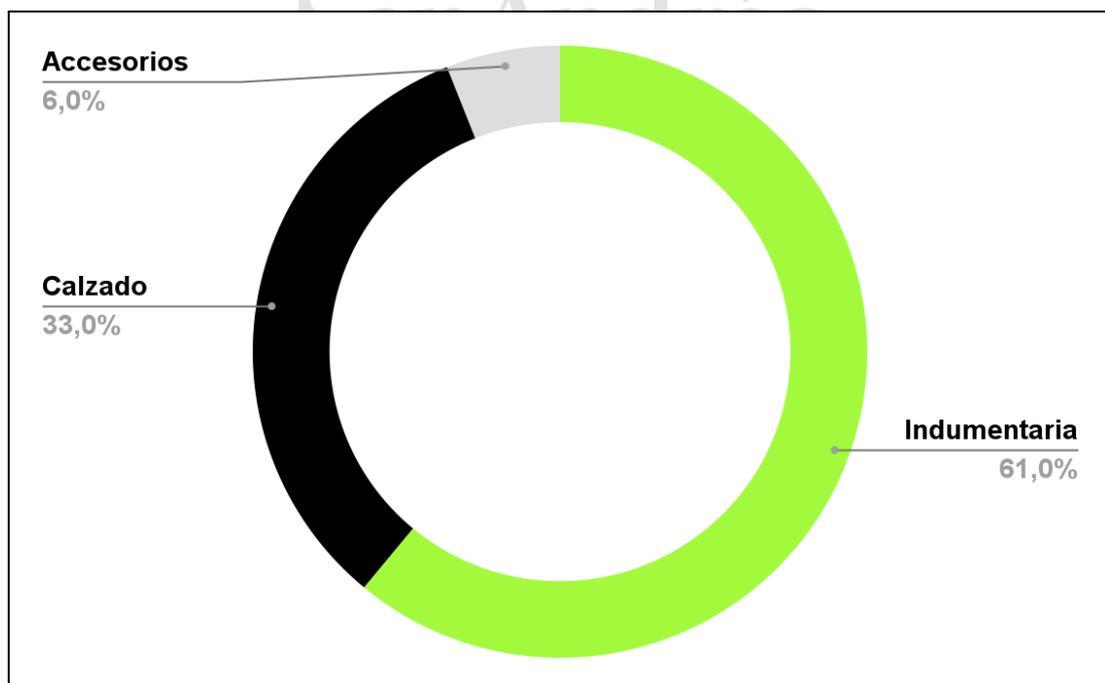
a) Características

La industria de la indumentaria y del calzado puede ser subdividida en varias categorías, entre las cuales se encuentra la indumentaria y el calzado deportivo, el segmento principal de Adidas desde su fundación hasta el día de hoy. Esta industria comprende la indumentaria utilizada para la práctica deportiva, aunque en tiempos recientes las mismas prendas son frecuentemente utilizadas como artículos de moda, dado que su uso no está necesariamente afectado a la práctica de un deporte.

Los productos ofrecidos por esta industria se pueden clasificar en tres grandes categorías: por un lado, la indumentaria, que incluye prendas del tren superior como remeras, camperas y buzos; y del tren inferior, como pantalones largos y bermudas. Otra gran categoría es la del calzado, que incluye distintos tipos específicos de acuerdo con cada disciplina deportiva, o incluso como prenda de moda. Finalmente se encuentran los accesorios, que abarcan todo aquello que sea necesario para practicar deportes que no sean prendas de vestir, como por ejemplo pueden ser los balones.

El gráfico V muestra la cuota de cada una de estas categorías en ventas sobre el total. Se puede apreciar una clara predominancia por parte de la indumentaria en la industria de la ropa deportiva.

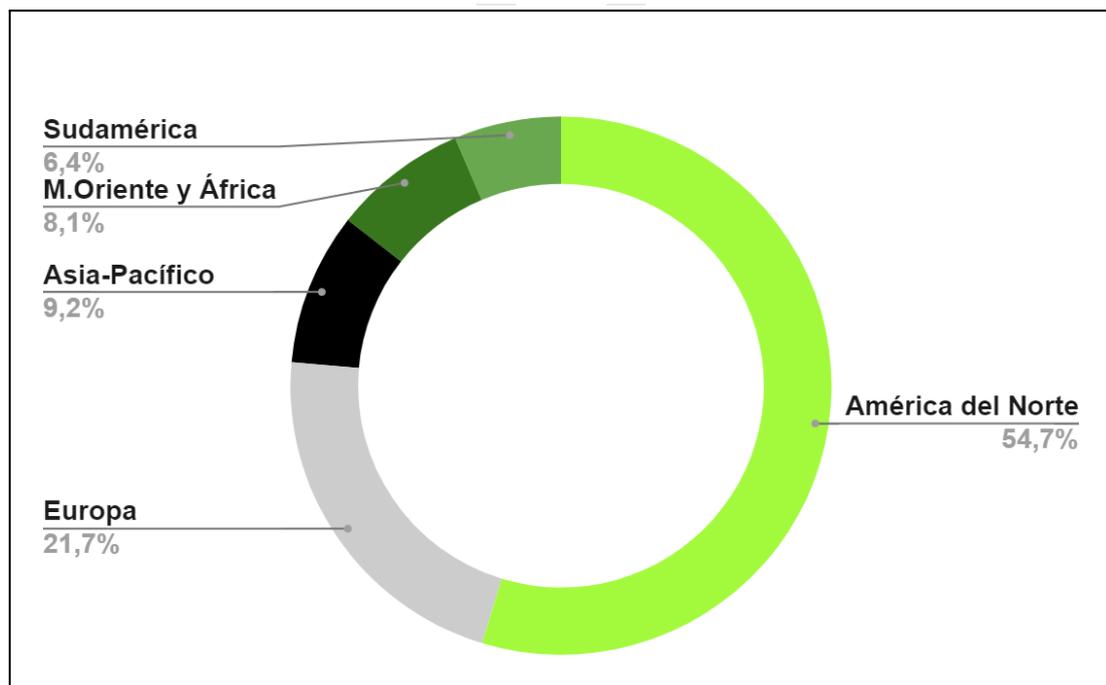
Gráfico V: Segmentación por producto de la industria.



Fuente: Elaboración propia con datos de *Fortune Business Insights*.

La región de América del Norte es la más prominente de la industria. Según datos de la consultora McKinsey & Co, la industria se encuentra valuada en más de 100 mil millones de euros en esta región. Otro dato que demuestra su importancia es el que indica que Estados Unidos es el segundo país con mayores ingresos “per cápita” en el mercado de calzado deportivo. Esto se debe a la propensión a practicar deportes que tienen los habitantes de los países norteamericanos, lo cual fue logrado gracias a la importancia que se le da al deporte en todos los niveles educativos, y a la gran cantidad de espacios disponibles para practicar deportes en estos países, dadas sus características geográficas. Otro aspecto a tener en cuenta es el nivel de desarrollo económico de la región, que posibilita a su población llevar a cabo vidas relativamente convenientes para poder hacerse el espacio de practicar deportes, dada la escasa concurrencia de preocupaciones relacionadas con la subsistencia.

Gráfico VI: Segmentación por región de la industria.

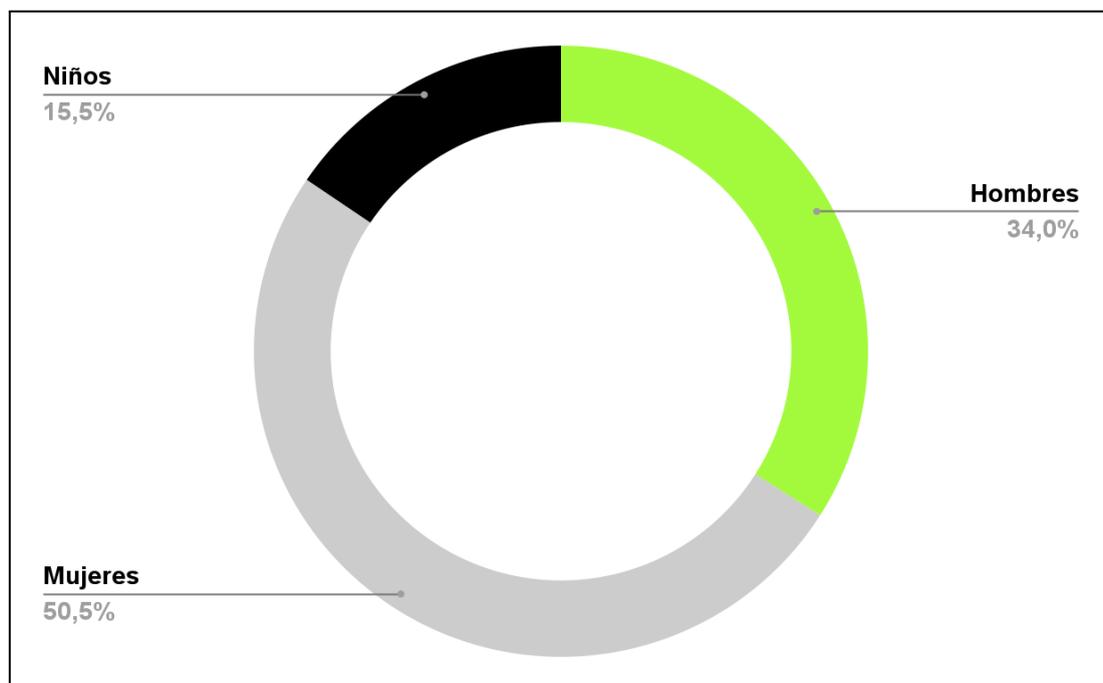


Fuente: Elaboración propia con datos de *Maximize Market Research*.

Como suele darse en muchas industrias, la importancia del mercado asiático se encuentra en constante ascenso, dado que cuenta con la mayor expectativa de crecimiento de esta industria. Esto se debe, entre otras cosas, a los esfuerzos que los gobiernos realizan para fomentar el deporte en su población. Otro dato significativo es que la región tiene la tasa de crecimiento más alta de la población joven, que es al fin y al cabo la franja etaria que más deportes práctica.

Los clientes son quienes adquieren los productos producidos por la industria para consumirlos o aprovecharlos. La ropa deportiva alcanza a una gran parte de la población, la cual se divide dentro de la industria en tres segmentos: hombres, mujeres y niños.

Gráfico VII: Segmentación por consumidor de la industria.



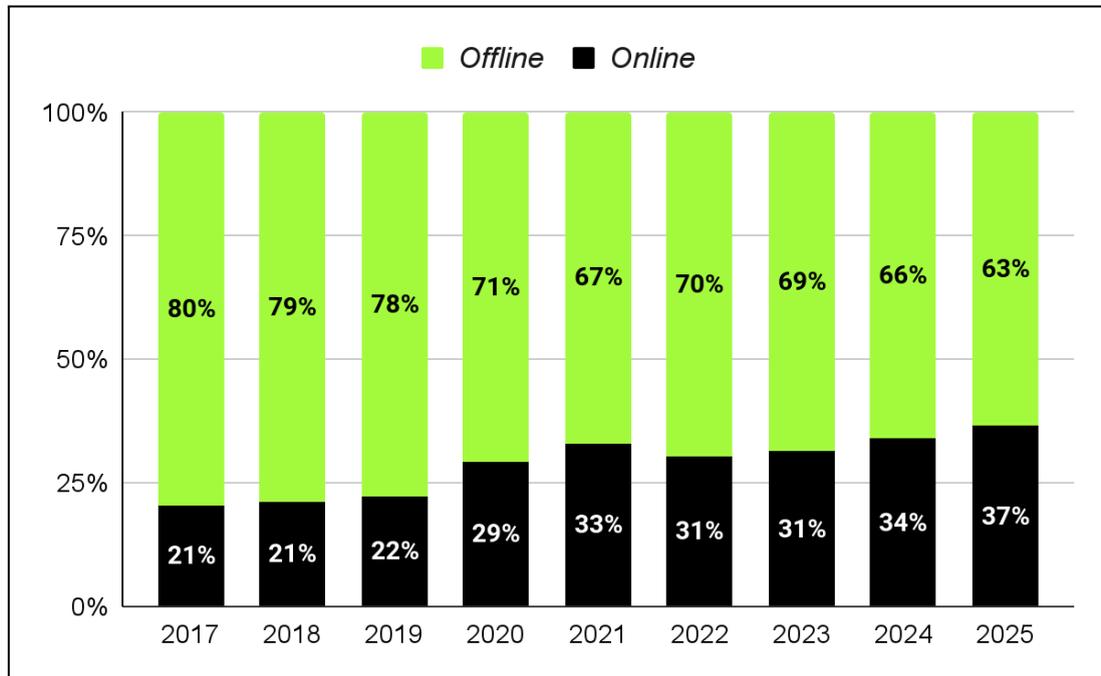
Fuente: Elaboración propia con datos de Statista.

Más allá de la tradición de mayor apego del género masculino por la práctica deportiva, éstos no representan la mayor cantidad de ventas de la industria. La tendencia en el último tiempo ha demostrado un mayor involucramiento de la mujer con el mundo del deporte, factor que resultará clave para el crecimiento de la industria en el futuro. Datos del comité olímpico internacional aseguran que el porcentaje de atletas femeninas en relación al total en los Juegos Olímpicos ha aumentado más de 15 puntos porcentuales en 20 años, lo cual refuerza esta idea.

En cuanto a los canales de venta, vale recalcar que en los últimos años se viene dando una tendencia de digitalización a nivel mundial que favorece la venta de productos por medios electrónicos en perjuicio de las tiendas tradicionales que atienden al cliente de manera física y presencial. El *e-commerce* (anglicismo para referirse al comercio electrónico) facilita la captación y la adhesión de clientes, dado que se puede comprar sin tener que moverse, además de que suele contar con una mayor oferta de productos para elegir. Para ver un ejemplo del crecimiento de la venta de productos en línea se expone el siguiente gráfico que

muestra las ventas en el sector de calzado deportivo. Como puede observarse, se espera que el *e-commerce* siga creciendo en los próximos años.

Gráfico VIII: Proporción de ventas en línea de la industria de calzado deportivo.



Fuente: Statista.

Aquí también vale mencionar el impacto que tuvo la pandemia en la adopción del hábito de comprar en línea por parte de los consumidores. Además, obligó a las empresas a invertir grandes cantidades para desarrollar este canal de venta, no sólo para tiempos de covid, sino también para el futuro. También incidió en la decisión tomada por muchas empresas de cerrar establecimientos físicos, como se dio en el caso de Adidas.

b) Inductores externos e internos que afectan a la industria

Existe una serie de inductores - conocidos frecuentemente como *drivers* - que afectan el andar de una industria en el tiempo. Según el comportamiento que estos inductores desempeñan en el tiempo, se ven modificadas ciertas variables que reflejan la prosperidad de la industria; como la rentabilidad, los volúmenes de ventas y los márgenes, entre otros.

Estos inductores se dividen en externos e internos. Los inductores externos son aquellos que afectan, y también representan, a toda la macroeconomía en su conjunto. Estos inductores comprenden variables como el producto bruto interno, la tasa de desempleo y la inflación, entre otras. Los inductores internos, por su parte, influyen únicamente sobre

determinadas industrias, y están representados por tendencias socioculturales, psicológicas y económicas que tienen incidencia en el desempeño de las empresas.

En los últimos años, la macroeconomía mundial ha sufrido distintos vaivenes que afectaron de manera significativa a la gran mayoría de las empresas a lo largo y a lo ancho del planeta. El gran suceso ocurrido en los últimos años fue la crisis engendrada por el covid-19, que no sólo generó un gran impacto en volúmenes de ventas y en las cadenas de abastecimiento, sino que incluso incidió en la generación y modificación de tendencias y preferencias de los consumidores. Sin embargo, primero nos centraremos en el impacto que tuvieron las variables económicas estos últimos años. La tabla expuesta seguidamente sintetiza las principales variables y su comportamiento en el último año. Los datos son para las tres economías que más impacto tienen sobre las operaciones de Adidas: China, la Eurozona y Estados Unidos.

Tabla I: Drivers externos de la industria.

	Tendencia 2022	Impacto en la industria
Eurozona		
PBI Real	Aumenta ligeramente	Positivo
Desempleo	Cae ligeramente	Positivo
Inflación	Aumenta	Negativo
Confianza del consumidor	Cae	Negativo
Estados Unidos		
PBI Real	Aumenta ligeramente	Positivo
Desempleo	Cae ligeramente	Positivo
Inflación	Aumenta	Negativo
Confianza del consumidor	Cae ligeramente	Negativo
China		
PBI Real	Aumenta ligeramente	Positivo
Desempleo	Estable	Neutral
Inflación	Aumenta	Negativo
Confianza del consumidor	Cae	Negativo

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Los datos evidencian un patrón común en las tres regiones durante 2022. Tanto en Europa como en Estados Unidos se ha desatado una inflación sin precedentes en los últimos años, producto de las medidas de política monetaria y fiscal expansivas. En ambos casos el exceso de oferta monetaria se ha visto plasmado con cierto rezago, impactando en los niveles de precios. En China se ha dado una situación distinta. El gobierno del país asiático ha mantenido durante más tiempo las cuarentenas para lograr un máximo nivel de prevención del covid-19. El resultado de estas medidas fue un crecimiento modesto del producto para los estándares de los últimos años, y una inflación controlada debido a la escasa velocidad de circulación del dinero en la economía.

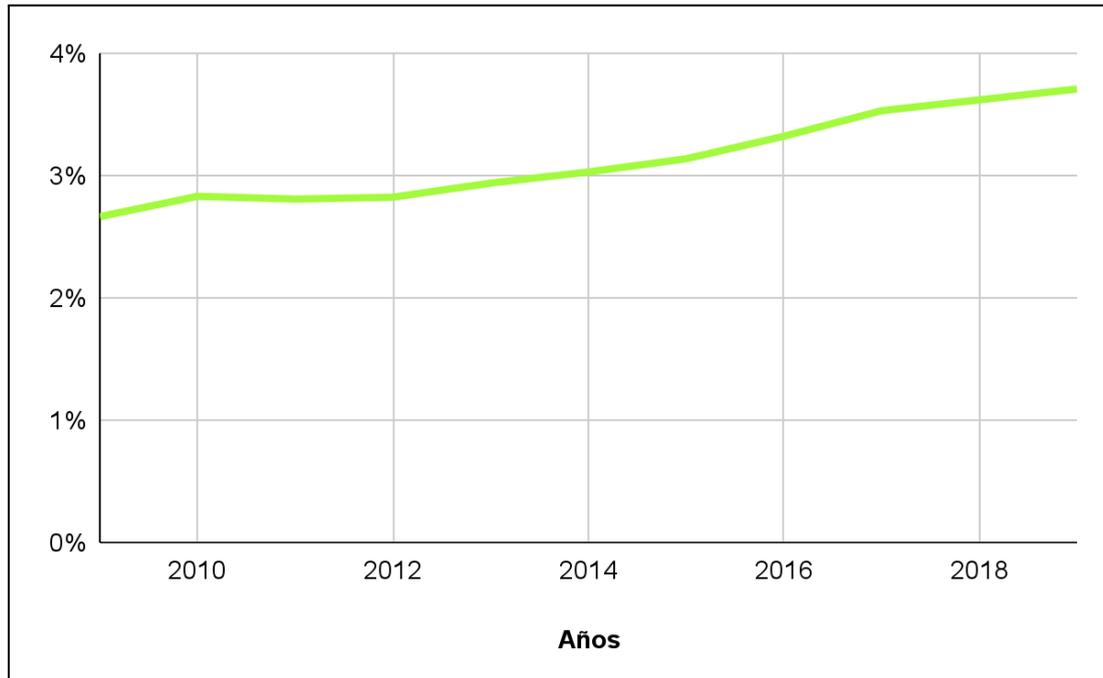
Resumiendo, puede decirse que el 2022 ha sido un año neutral en cuanto al comportamiento de los inductores externos. Los niveles de crecimiento no han sido demasiado elevados, aunque tampoco se evidencia una caída muy pronunciada en ningún caso. Sin embargo, vale la pena detenerse en los índices de expectativas del consumidor, que han mostrado una tendencia negativa. Esto evidencia que se espera en términos generales una recaída en términos generales de la economía en el corto/mediano plazo, lo cual desincentiva a los agentes económicos a consumir y los incentiva a ahorrar una mayor proporción de su ingreso, incidiendo sobre los ingresos de las empresas y también planteando un panorama adverso en el futuro para éstas.

En cuanto a los inductores internos, que afectan principalmente a la industria de la ropa deportiva en particular, pueden hacerse múltiples consideraciones. En primer lugar, puede mencionarse el creciente interés generalizado en la población por los deportes. Aquí juega un importante papel la inclusión de la mujer en la práctica deportiva, lo cual amplía significativamente la cantidad de público objetivo. También resulta importante la concientización que apunta a la comprensión de la importancia de practicar deportes para la salud tanto física como psicológica. Según los datos aportados por Statista, la participación deportiva en los Estados Unidos, por ejemplo, ha pasado del 18,5% de la población en 2010 al 23,4% en 2020. La estadística es más elevada si se toman en cuenta solamente las mujeres, pasando del 15,6% al 22,6% en el mismo lapso temporal.

Otra tendencia que aporta sustento a este inductor es la creciente preocupación por la apariencia física, especialmente entre los jóvenes, exacerbando este sentimiento, en gran medida, el paradigma actual de nuestra sociedad. La participación en los gimnasios beneficia no sólo a esa industria en particular, sino también a la de ropa deportiva ya que genera una demanda por indumentaria y calzado para realizar las distintas actividades. El siguiente gráfico confirma esta apreciación, comparando la cantidad de inscriptos en

gimnasios a nivel mundial con la población económicamente activa (edades 15 a 64). Se puede observar una tendencia creciente a lo largo de los años.

Gráfico IX: Inscriptos en gimnasios sobre población económicamente activa.



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista y del Banco Mundial.

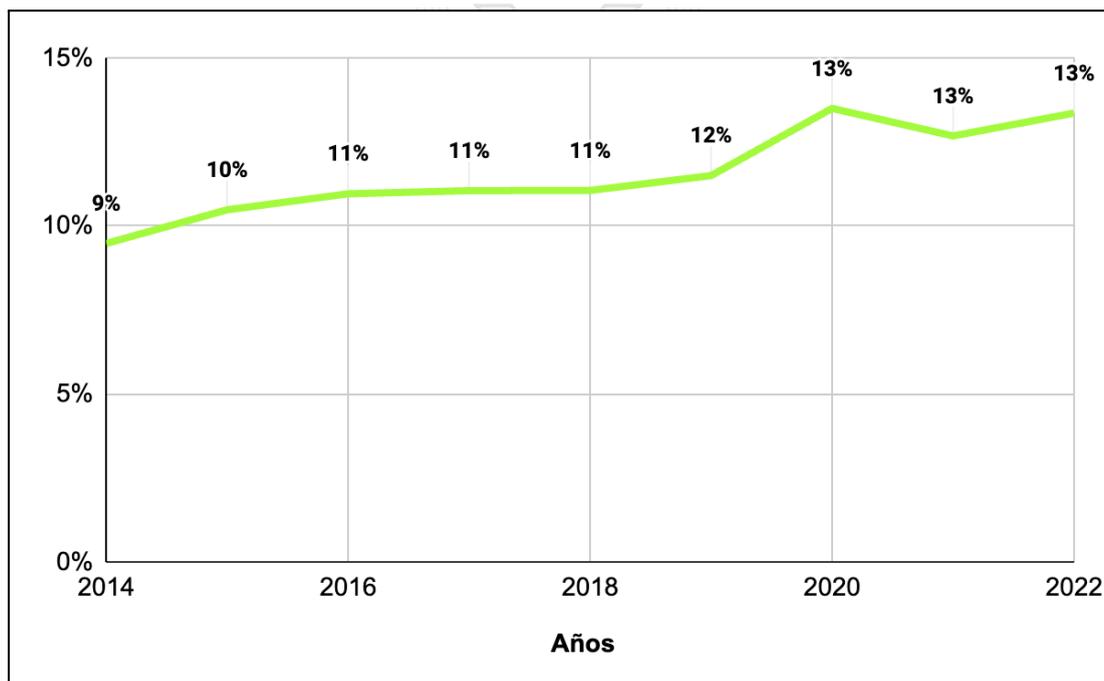
Por otro lado, no hay que perder de vista que la moda en los últimos años se ha volcado en considerable medida hacia los artículos deportivos. Los artículos que antes estaban destinados exclusivamente a la práctica deportiva son ahora utilizados en la vida cotidiana por personas que frecuentemente están realizando actividades que nada tienen que ver con el deporte. Según datos de Global Data, el volumen de ventas generado por el *Athleisure* - así se denomina a la ropa producida con estos fines - pasará de 380 mil millones de dólares en 2018 a 570 mil millones en 2023. Este dato expone por sí sólo el crecimiento que viene mostrando este segmento.

Los programas gubernamentales para fomentar el deporte en las escuelas, clubes y universidades resultan también importantes para el futuro de la industria. El deporte ha demostrado no solamente ser un espacio de esparcimiento que es beneficioso para la salud, sino que también fomenta la inclusión en la sociedad y colabora con el desarrollo personal de toda la comunidad. En virtud de ello vale mencionar que, en los últimos años, tanto en Europa como en China el gasto en deportes y recreación como porcentaje del gasto total ha permanecido estable.

Por otro lado, también se puede mencionar un inductor negativo para la industria. El elevado precio de muchos de los productos hace que exista un gran mercado informal de productos imitados de las marcas oficiales, entre las cuales se encuentra Adidas. Estos productos, si bien su calidad es en muchos casos cuestionable, a menudo logran imitar a los originales, de tal modo que las diferencias entre ellos son casi imperceptibles. Muchos potenciales clientes que compran productos por su estética o por moda son atraídos por estas opciones, impactando negativamente en las ventas de las empresas.

El comportamiento de estos inductores ha permitido que la industria de la ropa deportiva incremente su participación sobre el total de ventas de la industria de la ropa en general. Aquí sobre todo tienen influencia los inductores internos, que han sido en general beneficiosos para el desarrollo de esta industria en particular. El siguiente gráfico expone esta tendencia.

Gráfico X. Participación de la ropa deportiva sobre las ventas de ropa en general.



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista.

c) Tendencias

Toda industria experimenta distintos cambios y tendencias con el correr de los años debido a avances tecnológicos, modificaciones de las modas y costumbres, nuevas necesidades y a las vicisitudes de los distintos escenarios económicos. Las empresas deben adaptarse a

estos cambios y saber cuándo y cómo aprovechar los enviones que éstas pueden producir en los momentos oportunos.

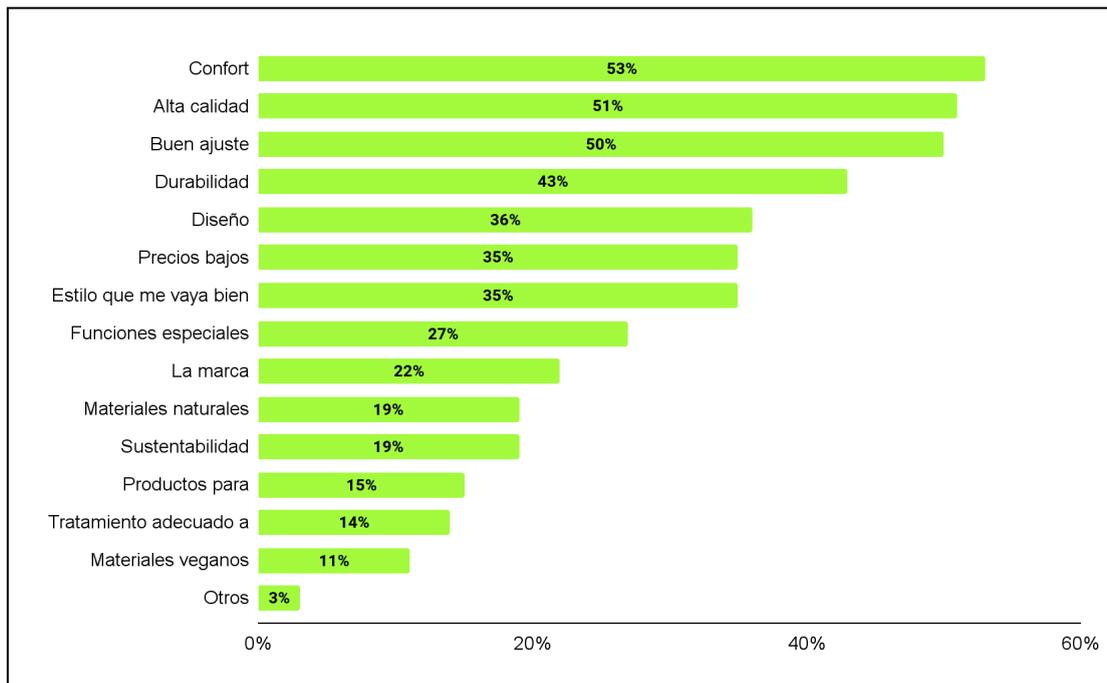
La industria de la ropa deportiva ha disfrutado de un gran crecimiento en los últimos años, el cual ha de ser atribuido a las tendencias que lo benefician actualmente. El surgimiento y crecimiento del *Athleisure* ha sido mencionado como inductor interno de la industria, y ha sido engendrado por una tendencia entre los consumidores que está alcanzando niveles de crecimiento muy elevados. Una característica fundamental de este segmento es la versatilidad, puesto que son productos diseñados para poder ser utilizados en muchas esferas de la vida cotidiana de las personas, así puede ser ir al gimnasio o a la universidad. La otra característica es la comodidad de sus prendas, lo cual justamente favorece su polifuncionalidad.

La sustentabilidad es también un factor que adquiere cada vez mayor importancia según pasa el tiempo. Al ser un concepto tan abarcativo, la sustentabilidad está teniendo gran impacto en todas las industrias, y es impulsada no solamente por los gobiernos mediante regulaciones e incentivos, sino también por los consumidores que en muchos casos toman decisiones influenciadas por su percepción sobre la contribución a la causa por parte de los productos de las empresas.

Como consecuencia de esto último, las compañías se encuentran innovando para lograr prendas que satisfagan todas las necesidades de sus consumidores, en términos de comodidad, calidad y diseño; y que a la vez tengan el menor impacto posible sobre el medio ambiente, utilizando materiales reciclados y biodegradables como el algodón orgánico y el poliéster reciclado, entre otros. Las páginas web de muchas de éstas señalan claramente cuando se trata de productos “amigables” con el medio ambiente.

Además de la sustentabilidad, las preferencias de los clientes también se basan en otros aspectos determinados. Esta retroalimentación debe ser tenida en cuenta por las compañías para diseñar e innovar sin perder de vista a los usuarios de sus productos. El gráfico expuesto seguidamente muestra las preferencias de los consumidores de ropa deportiva en los Estados Unidos en 2021. Resulta interesante notar que el motivo principal por el cual los consumidores eligen ropa deportiva es por su comodidad, aunque el estilo y el diseño son factores muy importantes que evidencian que este tipo de prendas ya no solamente se consideran para practicar deportes sino también como objetos de moda.

Gráfico XI: Encuesta: ¿Qué buscan los consumidores de ropa deportiva?



Fuente: Elaboración propia con datos de una encuesta realizada por Statista.

Entre estos factores, resulta interesante detenerse en la importancia que los consumidores dan al tratamiento adecuado hacia los trabajadores que participan en la producción de las prendas de ropa, dado que el 14% respondió que toma esto en consideración. Muchas empresas de la industria de la ropa, sobre todo las de gran envergadura, producen en países asiáticos dado el bajo costo que ello implica. Sin embargo, tanto los sueldos como las condiciones de trabajo suelen ser precarios, lo cual ha captado la atención de muchos activistas, creando conciencia en la población sobre lo que ocurre en aquellos espacios de trabajo. Esto generó una mayor preocupación por parte de las empresas, que en los últimos años se han esforzado por cumplir con los estándares internacionales en lo que respecta a derechos de los trabajadores.

Por otra parte, el yoga es una actividad que ha crecido significativamente en los últimos años. La pandemia hizo que muchos incursionen en el yoga por los beneficios particulares que traía a las personas dadas las circunstancias de aquel momento, dado que en muchos casos la cantidad de espacio disponible para practicar deportes era limitada y se buscaban actividades que pudieran despejar la mente después de tanto tiempo de cuarentenas. Para tomar dimensión del crecimiento del yoga, vale mencionar que los ingresos de productos asociados con esta actividad han crecido un 70% desde el 2012 al 2020 en 8 años en los Estados Unidos.

Asimismo, existen otras tendencias secundarias que también vale la pena mencionar brevemente. Entre ellas se encuentran la demanda por una variedad más amplia de talles, prendas de una sola pieza, ropa con estética de los años noventa, y la posibilidad de personalizar los productos, entre muchas otras.

d) Competencia y posicionamiento

1. Análisis competitivo de la industria

El nivel de competencia dentro de una industria es una característica clave que las empresas deben tener en cuenta. Es preciso decir que, generalmente, toda industria que haya demostrado tener la capacidad de generar rentabilidades diferenciales sin tener barreras de entrada demasiado elevadas va a ostentar un alto nivel de competencia entre las empresas que la constituyen.

La competencia en la industria de la indumentaria deportiva es fuerte, aunque existe una serie de empresas de gran envergadura que acaparan una buena parte de la cuota de mercado. Se puede observar que las cuatro más grandes totalizan una cuota total de mercado del 35% entre todas ellas, aumentando este número a más del 47% si se toman en cuenta las 10 empresas más relevantes. Esta concentración ha aumentado ligeramente si comparamos con la situación de hace 9 años, donde la cuota total de mercado de las 4 empresas más grandes era del 32%. Esto se debe, en gran medida, a las fusiones y adquisiciones llevadas a cabo en los últimos años, en las que por ejemplo Adidas compró Runtastic en 2015 por 240 millones de dólares, y Nike hizo lo propio con RTFKT recientemente.

De este modo, hasta 2022 la composición del mercado era la siguiente:

Tabla II: Composición del mercado de indumentaria deportiva.

Compañía	Tipo de Capital	Ventas (millones de €)	Cuota de Mercado
Nike	Abierto	43.5	18,3%
Adidas	Abierto	21.2	9%
VF Corporation	Abierto	10.7	4,5%
Anta Sports	Abierto	6.8	2,9%
Puma	Abierto	6.8	2,9%
Lululemon	Abierto	5.6	2,4%
Skechers	Abierto	5.5	2,3%
Under Armour	Abierto	4.7	2%
New Balance	Cerrado	4.0	1,7%
Asics	Abierto	3.5	1,5%
Li ning	Abierto	3.1	1,3%
Fila	Abierto	2.8	1,2%
Columbia	Abierto	2.7	1,2%
Otras	Abierto	113.5	49%
Total		237.3	100%

Fuente: Elaboración propia con datos de Statista.

El nivel de competencia de la industria puede apreciarse según la presencia de distintos factores. Uno de ellos es la agresividad en las campañas de mercadotecnia por parte de las empresas. Éstas invierten grandes sumas publicitando sus productos a través de contratos que muchas veces alcanzan montos millonarios con distintos deportistas. Por ejemplo, Adidas ostenta un contrato con el futbolista argentino Lionel Messi por más de mil millones de dólares para que éste utilice su calzado e indumentaria. Under Armour, por su parte, tenía firmado un contrato con la estrella de fútbol americano Tom Brady por 15 millones de dólares por temporada.

Con estos contratos firmados con atletas, competencias deportivas e incluso también con artistas, se busca mantener una lealtad por parte del cliente hacia los productos de la empresa, además de ganar visibilidad de la marca en eventos que son observados por millones de personas. De este modo, las empresas que más capacidad tienen para invertir

en publicidad han aumentado su cuota de mercado a lo largo de los años, lo cual resalta la importancia que tiene esta estrategia para crecer y mantenerse.

Otro factor clave que las empresas tienen muy en cuenta dentro de esta industria es la investigación y desarrollo de nuevas tecnologías de las prendas que comercializan. Ésta es una forma de diferenciarse de su competencia, y su correcta aplicación puede resultar definitoria cuando los clientes decidan qué marca elegir. Éstos buscan productos cada vez más confortables, livianos, y con buen calce para poder hacer deporte con el máximo nivel de comodidad. Esto genera la necesidad de investigar sobre nuevos materiales y maneras de producir para poder lograr estos objetivos. Aquí se establece una diferencia con la industria de la indumentaria en general, dado que ésta no precisa desarrollar nuevas tecnologías para la ropa ni para el calzado, sino que está más enfocada en el diseño.

Sin perjuicio de lo expuesto, las empresas de la industria compiten también con sus pares de la industria textil en general, es decir empresas que venden indumentaria para la vestimenta casual. Esto se ha acentuado sobre todo en los últimos años, dado que, como hemos visto, la ropa deportiva ha comenzado a usarse también como artículo de moda, lo cual se superpone con los fines de esta otra industria. Corresponde entonces referirnos a ella.

La industria de la vestimenta cuenta con una gran competencia. Existe multiplicidad de empresas grandes y establecidas, dado el tamaño del mercado que satisfacen. Adicionalmente, hay una gran cantidad de pequeños emprendimientos que también ofrecen sus productos, ya sea elaborándolos ellos mismos o, como suele suceder, tercerizando la producción y ocupándose de la comercialización y del diseño. La influencia de las redes sociales ha beneficiado de manera exponencial la capacidad de promoción y de venta de estos emprendimientos, con lo cual la industria está más poblada que nunca. Asimismo, las barreras de entrada son muy bajas, lo cual consolida esta situación aún más.

Si bien es cierto que el *athleisure* está mostrando un gran crecimiento por ser una novedosa tendencia, hay que tener en cuenta las características del mercado en el que está incursionando. El gran número de competidores dentro de la industria de la ropa generó que el mercado se encuentre en un estado de saturación. Vale decir que desde 2014 hasta 2022, los ingresos de la industria se han mantenido en los mismos niveles, mientras que, para establecer un punto de comparación, el producto interno bruto mundial aumentó un 20% en el mismo período. Esto significa que la demanda de los consumidores se encuentra

ampliamente satisfecha, con lo cual no se ve un crecimiento sostenido en la industria en cuestión, lo cual podría afectar al *athleisure* en el largo plazo.

Por otro lado, las barreras de entrada son los obstáculos que las nuevas empresas enfrentan al incursionar dentro de una industria en particular. Existen algunas industrias que, por motivos económicos, financieros, políticos o sociológicos, son difíciles para las empresas que deciden entrar a competir con las demás ya establecidas, con lo cual su supervivencia es en muchos casos limitada, y las probabilidades de que nuevos emprendedores decidan entrar serán menores.

Pueden hacerse múltiples consideraciones sobre las barreras de entrada de la industria. Por un lado, cabe considerar que la entrada de pequeñas empresas a competir en todos los segmentos de Adidas resulta factible. No es necesaria una inversión demasiado grande para comenzar a producir artículos de indumentaria deportiva, e incluso un pequeño emprendimiento podría tercerizar esa producción y ocuparse de la comercialización y diseño de los productos. Por lo tanto, estas pequeñas empresas podrían centrarse en mercados específicos en los cuales las grandes empresas también participan, con lo cual éstas enfrentan el riesgo de la entrada de nuevos competidores en cada uno de los segmentos en los que incursionaron.

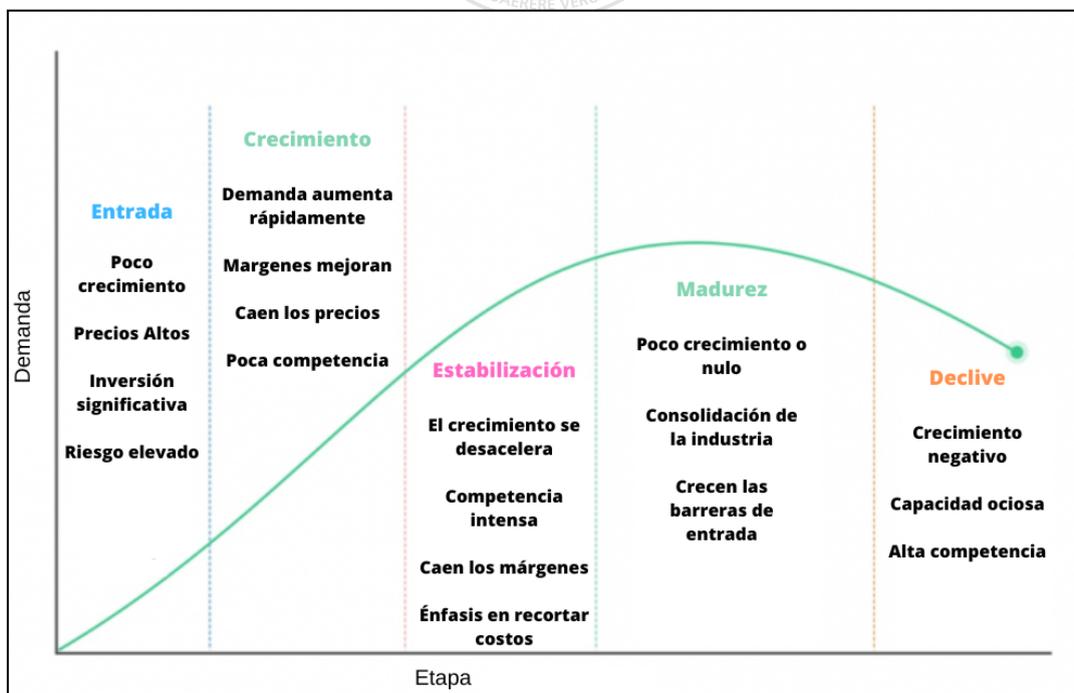
Sin embargo, las empresas como Nike o Adidas cuentan con varias fuentes de ventaja competitiva en desmedro de los competidores. Resulta muy costoso y complicado llegar a tener la envergadura de las grandes empresas, lo cual implica incursionar en muchos deportes, disciplinas y segmentos. Tampoco resulta sencillo producir y obtener márgenes de rentabilidad satisfactorios y, al mismo tiempo, ofrecer a los clientes productos de buena calidad, lo cual logran las empresas establecidas gracias a las economías de escala con las que cuentan.

Otra fuente de ventajas es la presencia de las marcas en el mercado desde hace muchos años. Éstas inspiran una mayor confianza en los clientes, que obtienen productos de una calidad que ya conocen, e incluso muchas veces lo que los complace es la posibilidad de ser vistos utilizando ropa de esa marca particular, lo cual puede ser sinónimo de la pertenencia a cierto grupo social o "status". Las empresas establecidas han hecho grandes inversiones, como hemos visto, en contratos de patrocinio y en publicidad para lograr tener estas ventajas sobre sus rivales.

Por otro lado, es importante mencionar que el acceso a los canales de distribución de las nuevas empresas es relativamente sencillo. No resulta necesario contar con locales propios, como lo hacen muchas empresas de la industria, para comercializar los productos. Existen otras compañías que se pueden encargar de esta tarea, como pueden ser las tradicionales Walmart o Target en la industria de los supermercados, o más recientemente Amazon o Ebay, que cuentan con plataformas digitales en su totalidad. Además, existe la posibilidad de anunciar productos en las redes sociales, llegando a un público objetivo específico a un costo menor. La conjunción de todos los ítems anteriores sugiere que las barreras de entrada a la industria de la indumentaria deportiva son moderadas.

Acercas de la etapa del ciclo de vida de la industria, ésta determina el crecimiento que se ha dado en la industria a lo largo de los años, otorgando una noción de cómo puede comportarse con el correr de los años. Las industrias recién conformadas se caracterizan por contar con unas pocas empresas que acaparan toda la demanda de los consumidores, que a su vez es pequeña y puede incrementar con el correr de los años. Las industrias más maduras ya han penetrado sobre la base potencial de consumidores, y se espera de ellas un crecimiento más modesto, dado que no hay demasiado lugar para atraer nueva clientela.

Gráfico XII: Ciclo de vida de la industria.



Fuente: Elaboración propia.

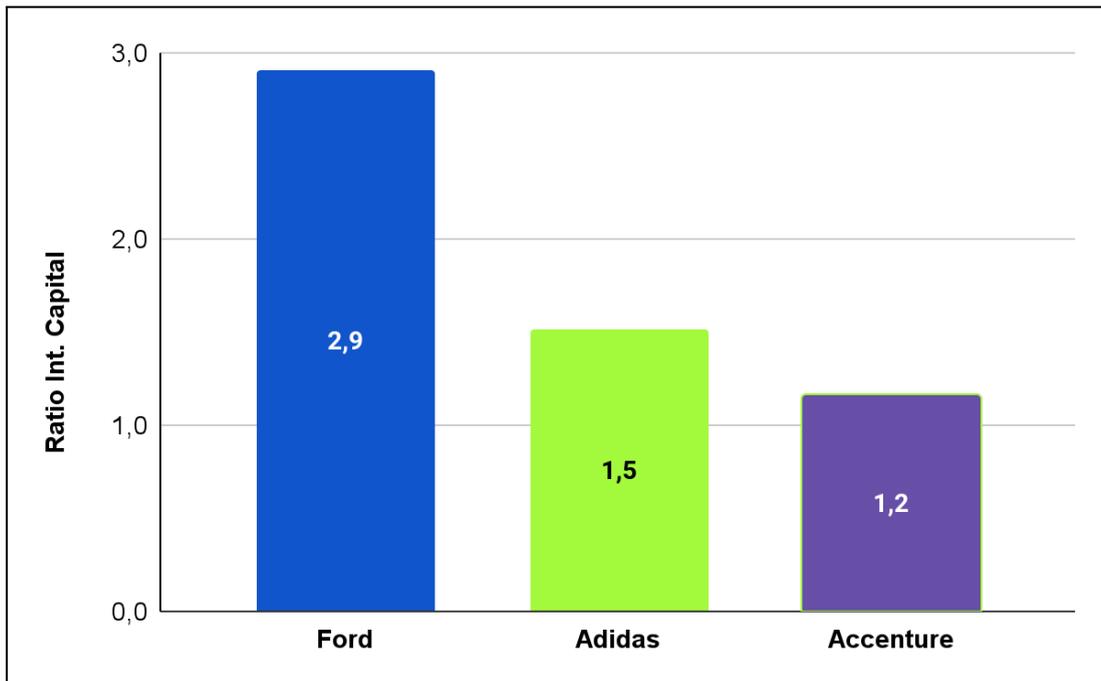
Sobre la industria de la indumentaria vale decir que ésta se encuentra ya establecida. Casi todas las personas del mundo gastan en indumentaria y vestimenta hace muchos años,

incluso llegando a un punto de consumo que lleva a muchas marcas a ofrecer productos por precios muy bajos para mantener la demanda. Es muchas veces el caso del *fast fashion*, que suele ofrecer productos no demasiado duraderos que se adaptan a la moda de cada momento para mantener la demanda de los consumidores. Sin embargo, el nivel de crecimiento de la industria ya ha llegado a niveles estables, dado que no queda demasiado lugar para incrementar el consumo mediante innovaciones o demás estrategias.

La industria de la indumentaria deportiva ha experimentado un crecimiento más elevado que el de la indumentaria a secas. Los motivos han sido detallados anteriormente, resaltando el cambio en preferencias de los consumidores y el aumento de la práctica de deportes. Por lo tanto, se puede decir que hay un nivel de madurez menor que la ropa tomada en general. Sin embargo, no se puede decir que se encuentre en franco crecimiento, dado que existen otras industrias que cuentan con niveles que llegan a ser hasta 10 veces más elevadas que el de la ropa deportiva.

Por otro lado, la intensidad de capital de una industria refleja cuánto debe invertirse en la empresa para que ésta lleve a cabo sus operaciones habituales. Existen industrias que requieren grandes inversiones en la operación habitual del negocio, como por ejemplo la automotriz, en la cual por ejemplo se debe mantener la maquinaria para que continúe funcionando. Ejemplos de activos de capital incluyen el equipamiento, edificios, terrenos, maquinaria, etc. La industria de la ropa deportiva no requiere grandes inversiones de capital, dado que la maquinaria utilizada no tiene mayor envergadura, y muchos trabajos son aún realizados manualmente por trabajadores. El siguiente gráfico compara la intensidad de capital de tres empresas establecidas en distintas industrias: la automotriz, la de la ropa deportiva y la de la consultoría. Se utiliza un ratio que compara los activos tangibles de la empresa con los ingresos generados por ésta. Se puede observar que Ford requiere una mayor cantidad de activos para generar ingresos, si se la compara con Adidas y especialmente con Accenture, que simplemente necesita personal y escasos activos tangibles, como podría ser el edificio donde trabajan. Adidas se encuentra en un punto medio: si bien requiere cierta maquinaria, ésta resulta mínima, más si se tiene en cuenta que terceriza una gran parte de su producción, al igual que la mayoría de las empresas de la industria.

Gráfico XIII: Intensidad de capital.



Fuente: Elaboración propia con datos emitidos por las empresas.

Finalmente, vale aclarar que no existen grandes regulaciones para establecer y operar empresas de la industria de la indumentaria. Simplemente rigen las que son comunes a la mayoría de las industrias, sin muchos requisitos especiales; aunque observando al futuro podrían surgir algunas en lo que respecta al cuidado del medio ambiente y los derechos de los trabajadores en países tradicionalmente productores de indumentaria. Esto hace que la factibilidad de ingresar en esta industria sea más elevada, lo cual disminuye las barreras de entrada. En la tabla de abajo se resumen las principales características que conciernen a la competitividad de la industria.

Tabla III: Principales características de la industria.

Característica	Nivel
Rivalidad	Elevada
Concentración	Moderada
Barreras de entrada	Moderadas
Etapas del ciclo de vida	Madurez
Intensidad del capital	Bajo
Nivel de regulaciones	Bajo

Fuente: Elaboración propia.

2. Desafíos y planes de acción

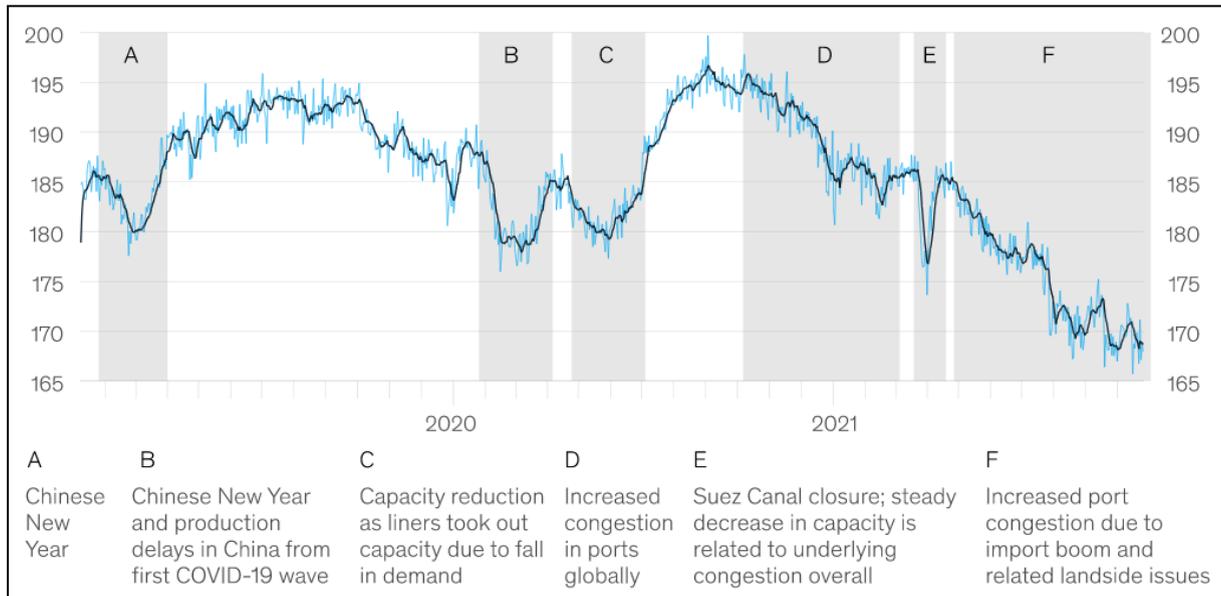
La industria enfrenta una serie de desafíos a futuro que incidirán sobre el andar de las empresas que la componen. Estas cuestiones deben ser identificadas y previstas para evitar que se conviertan en problemas que afecten factores como la rentabilidad y las ventas, para lo cual precisan planes de acción concretos que apunten a mitigar los posibles efectos adversos que se pudieran presentar.

Considerando los inductores externos, cabe recalcar que la presión inflacionaria y la recesión que se vienen manifestando, y se espera que continúen en el próximo tiempo, afectarán tanto las ventas como los márgenes de la industria durante el próximo año. Los bancos centrales de los países económicamente más relevantes del mundo se encuentran en campaña para neutralizar los altos niveles de inflación, lo cual conlleva medidas contractivas que inexorablemente afectarán los niveles de producción de las economías.

Más allá de esto, hay que tener en cuenta que la ropa deportiva se encuentra dentro de la categoría de consumo discrecional, es decir no esencial, lo cual significa que, ante épocas de bajos niveles de ingresos disponibles, los primeros bienes que los consumidores dejan de adquirir son los que no resultan cruciales dentro de sus vidas. Es por esto que las fluctuaciones de los ciclos económicos afectan especialmente a empresas como las que integran la industria de los bienes destinados al deporte.

Por otro lado, también resulta importante tener en cuenta los problemas asociados con las cadenas de producción. Los inconvenientes en este sentido persisten desde el inicio de la pandemia, y fueron exacerbados por las cuarentenas impredecibles en Asia. Los retrasos en las entregas y los cuellos de botella se han multiplicado en estos últimos años, y requieren acciones inmediatas para solucionarlos. La tardanza en las entregas hace que posteriormente se genere un exceso de inventarios, dado que los productos comienzan a ser producidos de manera tardía, es decir una vez que las temporadas de ventas concluyeron, obligando a las empresas a liquidar esos productos a precios de rebaja. El gráfico expuesto seguidamente expone los problemas aquí discutidos, dado que muestra cómo la capacidad de carga de los barcos mercantes ha disminuido desde iniciada la pandemia:

Gráfico XIV: Capacidad de los barcos mercantes (millones de TEU's).



Fuente: McKinsey & Company.

Los precios de los insumos para la producción también representan una preocupación para los productores de indumentaria. Este problema también persiste desde el 2020, y se dio principalmente en los precios de las materias primas y de logística. Para ilustrar esta tendencia, cabe mencionar que el precio de los transportes en contenedores se ha multiplicado por siete desde los niveles pre pandemia, razón por la cual muchas empresas han optado por comenzar a transportar bienes por aire.

Para resolver estos problemas, las compañías deben llevar a cabo reacciones rápidas, pero no incrementando sus precios consistentemente, sino implementando una estrategia matizada según distintas herramientas clasificadas según el canal de distribución, segmento de consumidores, y el tipo de producto.

En primer lugar, se enumeran una serie de acciones que se pueden tomar asociadas a los productos que las compañías ofrecen al público. Estas medidas pueden ayudar a mantener los márgenes de rentabilidad a pesar de los problemas antes mencionados. Estas son:

- Descontinuar productos de bajo margen.
- Enfocar la comunicación hacia aspectos que justifiquen precios más elevados para los productos, como calidades superiores, sustentabilidad o exclusividad.
- Realizar colaboraciones con marcas de lujo que permitan aumentar los precios.

- Fomentar el canal conocido como DTC (siglas en inglés para *Direct to Consumer*, o directo para el consumidor). La eliminación de intermediarios en la venta de los productos hace que las empresas puedan lograr márgenes superiores.

Por otro lado, existe una estrategia conocida como *Smart Pricing*, la cual requiere comprender el tipo de consumidores que se tiene para identificar los productos cuyo precio resulta determinante para la percepción de los clientes sobre la compañía. Se pueden mencionar varias medidas en lo que respecta a este concepto:

- Incrementar rápidamente los precios con baja elasticidad precio de la demanda.
- Considerar reducciones en el número de promociones.
- Ajustar precios regionalmente según las distintas dinámicas de mercado.
- Rebalancear entre precios *entry level* y los precios medios, enfatizando la brecha en la percepción de valores para desincentivar la adquisición de productos más económicos.

Finalmente hay que hacer énfasis en la gestión de los costos dentro de la cadena de producción de la empresa. Los márgenes dependen en gran medida del precio de los insumos destinados a la producción, con lo cual se deben adoptar estrategias como las siguientes:

- Identificar los inductores principales que inciden sobre el aumento de los costos.
- Identificar qué parte de la cartera de productos es la más impactada por el aumento de los costos.
- Optimizar las estructuras de costos con vistas a garantizar la accesibilidad para el grupo de consumidores más afectado por la inflación.
- Revisar la cadena de suministro y evaluar posibles alternativas a las existentes para abaratar costos.

Sobre la base de lo discutido anteriormente, se presenta el siguiente cuadro sintético con los principales desafíos y las posibles soluciones a llevar a cabo por parte de las empresas que componen la industria de la ropa deportiva.

Tabla IV: Desafíos y planes de acción.

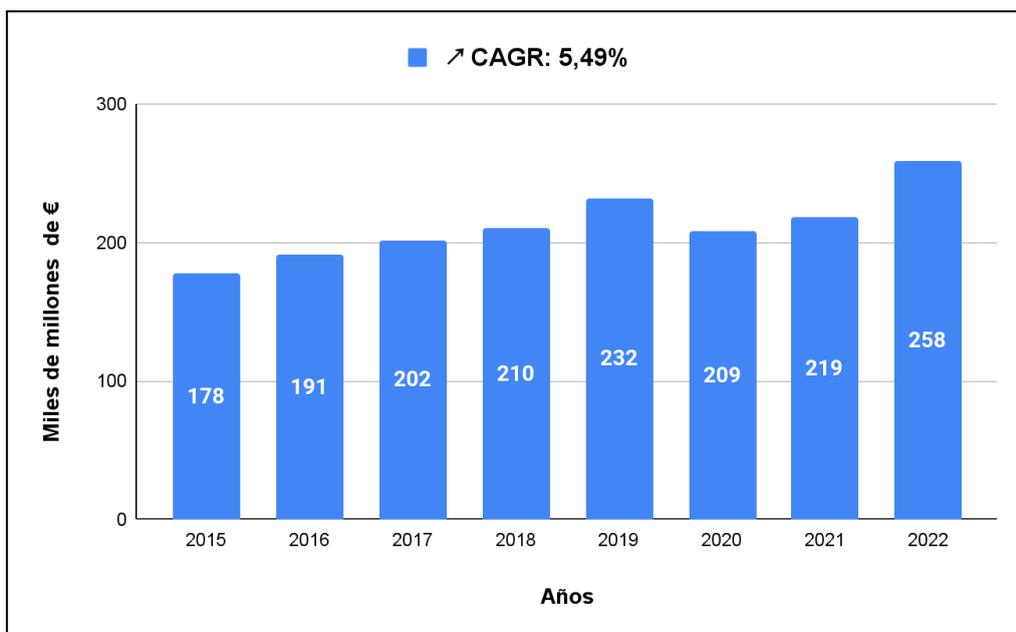
Desafíos	Planes de acción
<ul style="list-style-type: none"> ● Recesión y presión inflacionaria. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Modificaciones asociadas a los canales de venta y la cartera de productos.
<ul style="list-style-type: none"> ● Cuellos de botella y retrasos en las entregas. 	<ul style="list-style-type: none"> ● <i>Smart Pricing</i>.
<ul style="list-style-type: none"> ● Aumentos en la estructura de costos. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Gestión de costos.

Fuente: Elaboración propia.

3. Adidas en la industria de la ropa deportiva

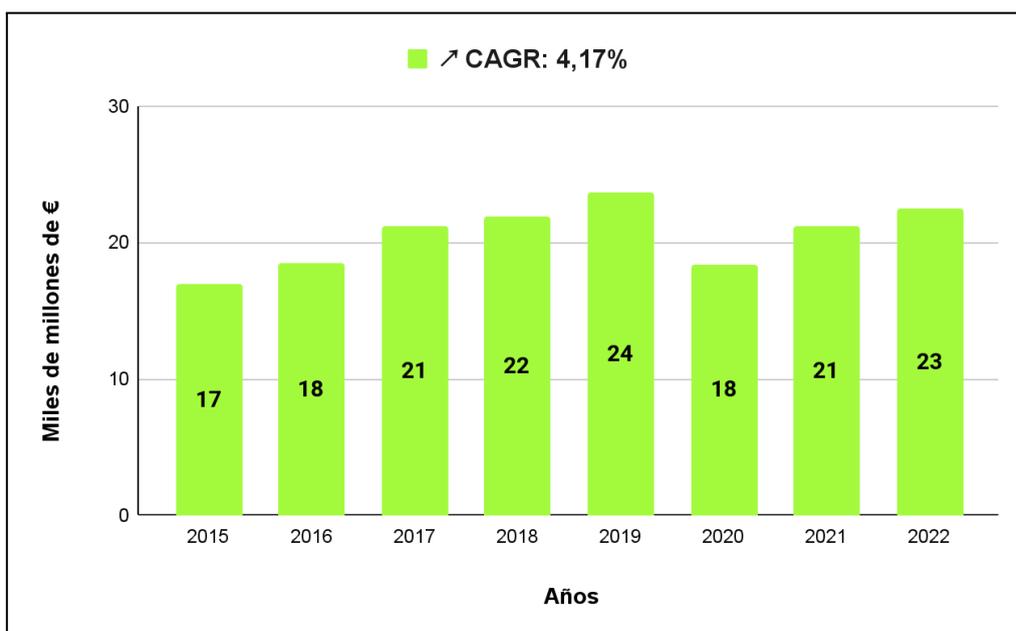
Adidas se encuentra en la segunda posición a nivel mundial en cuanto a ingresos totales en la industria de la ropa deportiva en general. Su principal competidor en cada uno de los rubros de los que Adidas participa es la norteamericana Nike, Inc; que lo dobla en ventas totales. La firma de las tres tiras ostenta un 9% de cuota de mercado. Sin embargo, en lo que refiere a calzado, Adidas cuenta con más del 24% de la cuota total de mercado, mientras que Nike ostenta cifras cercanas al 60%. El dominio en lo que respecta a calzado es mucho más amplio por las barreras elevadas existentes para la producción de calzado comparado con la de indumentaria. En los siguientes gráficos se expone la evolución de las ventas de la industria y de Adidas en los últimos años.

Gráfico XV: Ventas de la industria.



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista.

Gráfico XVI: Ventas de Adidas.



Fuente: Elaboración propia con datos de 10K Adidas AG.

Cuando se observan estos datos resulta contraintuitivo ver que una empresa con la posición en el mercado que tiene Adidas, y con las ventajas competitivas que eso conlleva, no logre superar a la industria en cuanto a evolución en crecimiento de ventas en el último tiempo, dado que la empresa alemana creció en promedio un 1,4% menos en cada uno de esos siete años. Existe una serie de motivos que explican lo ocurrido, y serán mencionados seguidamente.

Antes que nada, vale mencionar que en los primeros años de la muestra, es decir desde el año 2015 hasta el 2019, la empresa mostró un crecimiento superior al del promedio de la industria, registrando una tasa compuesta anual promedio del 8,7%, contra un 6,9% de la industria. En aquellos años, Adidas hizo valer sus ventajas competitivas y además se benefició de un gran crecimiento impulsado por la venta de calzado, especialmente en los segmentos de *Originals* y *Running*.

Sin embargo, la pandemia significó un golpe particularmente duro para Adidas, que sufrió una caída en sus ingresos del 22%, es decir más del doble que el promedio de la industria. La empresa cerró muchas de sus tiendas y experimentó un tráfico reducido dentro de aquellas que continuaban abiertas. La recuperación posterior fue pronunciada, dado que las ventas de la compañía aumentaron en un 15%, pero no se llegó a los niveles pre pandemia por una serie de dificultades asociadas con la cadena de suministro y problemas

relacionados con las cuarentenas en el mercado asiático, además de la venta de la marca *Reebok*.

Finalmente, en 2022, la industria terminó de recuperarse aumentando sus ingresos en más del 18% con respecto al año anterior, aunque estos números estuvieron fuertemente influenciados por el contexto inflacionario que se vivió durante ese año. Sin embargo, Adidas solamente logró aumentar sus ventas en euros en poco más de un 6% interanual.

Existen varios motivos por los cuales esta situación tuvo lugar, entre los cuales se encuentran problemas persistentes en el mercado asiático, la finalización del contrato con la línea *Yeezy*, que representaba alrededor del 7% de las ventas totales de la compañía y que la dejó con un exceso de inventarios de mercaderías sin poder comercializar. Esto sugiere que el potencial real de Adidas en cuanto a ingresos no está siendo explotado al máximo, y más allá de los últimos inconvenientes experimentados en el último tiempo, la empresa continúa siendo una de las líderes del mercado y cuenta con ventajas respecto de su competencia.

Las ventajas competitivas resultan muy importantes para las empresas que componen una industria. Éstas otorgan beneficios en términos de ingresos y retornos a las empresas que las ostentan, y es por lo que son tan codiciadas y se invierte tanto capital para buscar obtenerlas. Las ventajas competitivas se diferencian de los excesos en retornos porque éstas perduran en el tiempo y no pueden desaparecer por el aumento en la competencia por ser inalcanzables para la mayoría de las empresas existentes en la industria, mientras que los excesos temporales en retornos desaparecen una vez que el resto de la industria adopta las medidas necesarias para obtenerlos.

La fuente de ventajas competitivas más importante para la mayoría de las empresas tiene que ver con la capacidad para captar y retener clientes. Para lograr retener clientes se deben cumplir determinadas condiciones: en primer lugar, el consumo de los productos debe ser habitual, es decir que no debe requerir una inversión extraordinaria por parte de ellos. En el caso de Adidas existe cierta habitualidad en el consumo de sus productos, lo cual logra que el cliente se acostumbre a consumir de sus productos y continúe adquiriéndolos sin mayores evaluaciones previas al respecto.

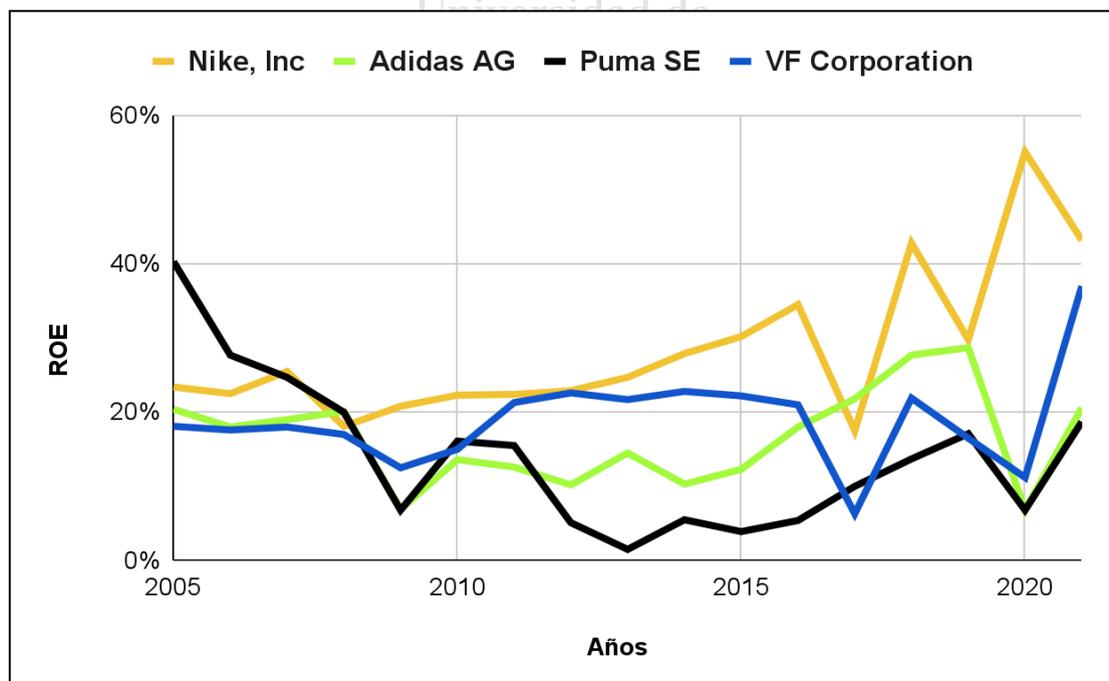
En segundo lugar, es importante la disponibilidad de los productos en muchos puntos de venta para que los clientes puedan adquirir los productos de la empresa sin mayores dificultades. Esto a su vez acarrea economías de escala en publicidad y distribución por la

disponibilidad de los productos en muchas partes del mundo. Adidas cuenta con más de 2000 tiendas alrededor del mundo para ofrecer sus productos, con lo cual su presencia es fuerte en la mayoría de los países del mundo.

La envergadura de Adidas también le permite gozar de economías de escala, logrando reducir el costo de producción de sus productos. Como mencionamos anteriormente, sus gastos en publicidad y distribución pueden ser divididos entre un gran caudal de ventas, lo cual aumenta su rentabilidad. Sin embargo, cabe recalcar que la empresa alemana no es la única que tiene este nivel de escala, dado que existe un grupo de compañías que venden sus productos a nivel mundial y en gran cantidad, por lo tanto, la ventaja competitiva de las economías de escala rige únicamente sobre las empresas más pequeñas en el sector, que no logran llegar al caudal de ventas de las más grandes.

El indicador más importante de que una empresa cuenta con ventajas competitivas es la rentabilidad que ésta obtiene. Las empresas que cuentan con rentabilidades diferenciales sobre el resto de la industria de manera constante en el tiempo cuentan con ventajas competitivas. El siguiente gráfico ilustra la rentabilidad sobre el capital propio (*Return on Equity* - en inglés) de una selección de empresas de la industria a lo largo de los años.

Gráfico XVII: ROE de las empresas de la industria.

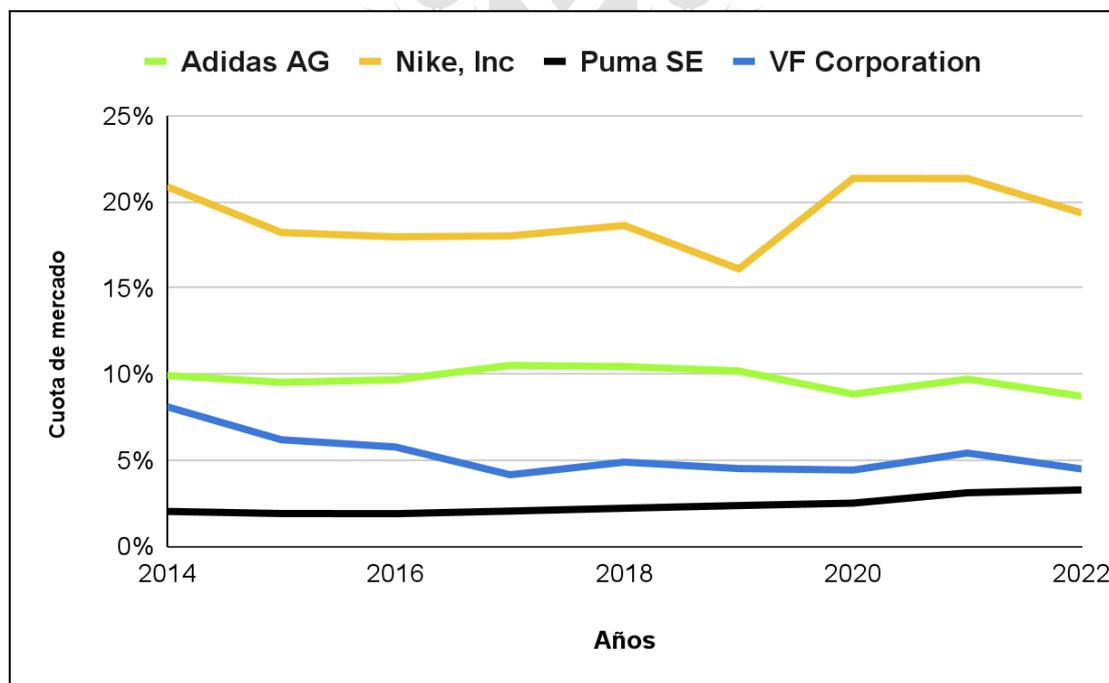


Fuente: Elaboración propia con datos de S&P Capital IQ.

La obtención de rendimientos diferenciales por parte de Nike por sobre sus competidores nos puede hacer pensar que cuenta con ventajas competitivas, dado que este rendimiento no se ha modificado con el correr de los años. Adidas, por su parte, no ha logrado ese nivel de diferenciación que sí ha obtenido su principal competidor, que tiene también un mayor reconocimiento de marca que se capitaliza en una mayor capacidad para generar retornos elevados. Sin embargo, si comparamos a Adidas con las empresas del sector de calzado e indumentaria del NYSE y del NASDAQ, se puede decir que la empresa de las tres tiras ostenta un retorno promedio superior al del mercado, ya que entre 2015 y 2022 registró un promedio del 17% contra uno del 13% entre las demás compañías.

También vale la pena detenerse a ver la evolución de la cuota de mercado mundial durante los últimos años. Se puede sostener que ésta se mantuvo relativamente estable con el correr de los años para las empresas analizadas, con lo cual ninguna pudo destronar a Nike producto de sus ventajas competitivas.

Gráfico XVIII: Evolución de la cuota de mercado.



Fuente: Elaboración propia con datos de S&P Capital IQ.

Para terminar de analizar la posición competitiva de Adidas realizaremos un análisis según las denominadas cinco fuerzas de Porter (1991). Este modelo investiga la competencia de una industria y la posición de una empresa dentro de ella. Plantea cuatro factores que determinan la situación competitiva de la empresa: el potencial de entrada de nuevos

competidores, el poder de negociación con los proveedores, el poder de negociación con los clientes, la amenaza de productos sustitutos, y la rivalidad de la industria.

Gráfico XIX: Cinco fuerzas de Porter en Adidas.



Fuente: Elaboración propia.

Cada una de estas fuerzas merece ser analizada con algo más de detalle para lograr comprender mejor la posición competitiva en la cual se encuentra Adidas. Estos factores inciden sobre la competencia, y en consecuencia sobre los retornos potenciales que la compañía pueda generar a futuro.

En primer lugar, tenemos a los **competidores potenciales** que pueden llegar a unirse a la industria en tiempos venideros. Esta fuerza está señalada como fuerte dado que, como hemos visto, las barreras de entrada a la industria son bajas, puesto que no se deben realizar grandes inversiones ni existen regulaciones que compliquen la incorporación de nuevas compañías. Sin embargo, debe mencionarse que existen empresas con ciertas ventajas competitivas en la industria, las cuales no son sencillas de obtener por nuevos entrantes.

Luego se encuentra el **poder de negociación con los clientes**. Es importante recalcarlo porque afecta la capacidad de la empresa de establecer condiciones más o menos favorables en sus transacciones. Esta fuerza está marcada como moderada por la presencia de dos características que se contraponen. En primer lugar, cabe mencionar que los clientes tienen bajos costos para cambiar de empresa, con lo cual pueden hacerlo libremente si así lo quisieran en caso de que noten que las condiciones que una de ellas le

impone son desfavorables. Sin embargo, también hay que entender que el nivel de concentración de los compradores es bajo, con lo cual existen muchos potenciales compradores para la marca, que no depende de un número limitado de ellos.

Más adelante nos encontramos con el **poder de negociación de los proveedores** de Adidas. Esta fuerza es débil, es decir que los proveedores cuentan con pocas posibilidades de negociar con la marca alemana. Esto se debe a que la producción de artículos como los que comercializa Adidas no requiere de una labor sumamente especializada ni complicada, con lo cual la empresa podría cambiar fácilmente de proveedores. Es por esto que no existe una gran concentración de productores de ropa deportiva, siendo las grandes empresas las que son relativamente pocas en cantidad.

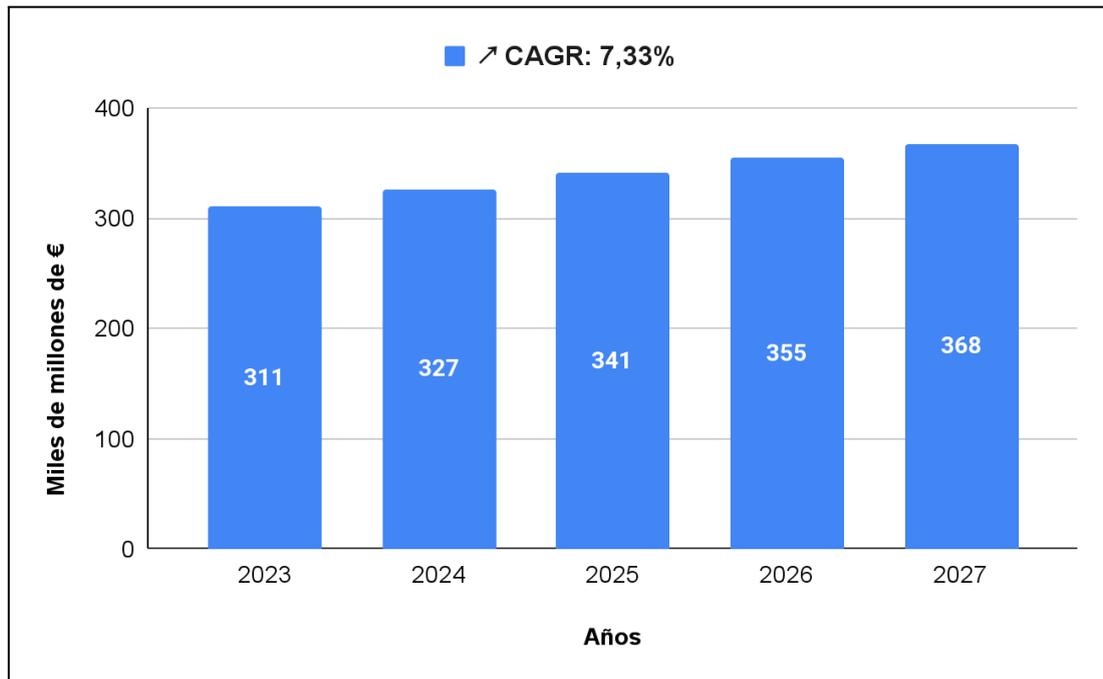
En cuanto a la **amenaza de productos sustitutos** se pueden hacer varias consideraciones. En primer lugar, la ropa deportiva no tiene muchas alternativas en lo que respecta a la práctica de deportes, dado que los artículos están diseñados para que los usuarios maximicen su comodidad al realizar este tipo de actividades. Sin embargo, debemos recordar que Adidas también comercializa productos de moda, tendencia conocida como *athleisure*, los cuales sí pueden ser fácilmente reemplazados por productos más tradicionales en la vestimenta casual cotidiana. Es por esto que esta fuerza fue caracterizada como moderada.

e) Expectativas de la industria para los próximos años

La evolución de la industria de la indumentaria y el calzado deportivo es, como todo acontecimiento futuro, incierta. Sin embargo, se pueden realizar ciertas estimaciones y predicciones a futuro sobre la base de los fundamentos y características principales que presenta la industria, así como también de las proyecciones de la economía en su conjunto.

En cuanto a ingresos por ventas, se pronostica una fuerte recuperación de la industria para el 2023 y luego un progresivo estancamiento hasta el 2027. En el corto plazo, se espera que la reapertura total de China influya de gran manera para que la industria termine de compensar el escaso crecimiento acontecido durante el 2020 y el 2021. Se proyecta que el crecimiento posterior será algo más modesto que el de años anteriores, y es incluso más bajo que el crecimiento de la economía, lo cual da a entender que la industria va a estar atravesando la etapa de madurez. Las proyecciones se exponen en el siguiente gráfico.

Gráfico XX: Proyecciones de ventas de la industria.



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista

Estas proyecciones están afectadas, en primer lugar, por los inductores externos que afectan a la industria, es decir las condiciones macroeconómicas que se esperan para los próximos años. Hemos dicho que se espera que tanto Estados Unidos como Europa experimenten ciertos sobresaltos en términos de niveles de producción, dadas las políticas fiscales y monetarias contractivas que vienen llevando a cabo. Sin embargo, el mercado chino no ha entregado todo el potencial que tiene, con lo cual se espera que con su reapertura retome los niveles de producción y de crecimiento que venía demostrando durante los últimos años. En la tabla expuesta seguidamente se muestran las proyecciones de la economía a nivel mundial para los próximos años.

Tabla V: Proyecciones de los inductores externos a nivel mundial.

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Crec. PBI Real	-2,9%	6,3%	3,4%	2,8%	3%	3,2%	3,2%	3,1%
Inflación	3,2%	4,7%	8,8%	6,9%	4,9%	3,9%	3,6%	3,5%
Commodities	2%	40%	-4%	-11%	-1%	0%	0%	0%

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

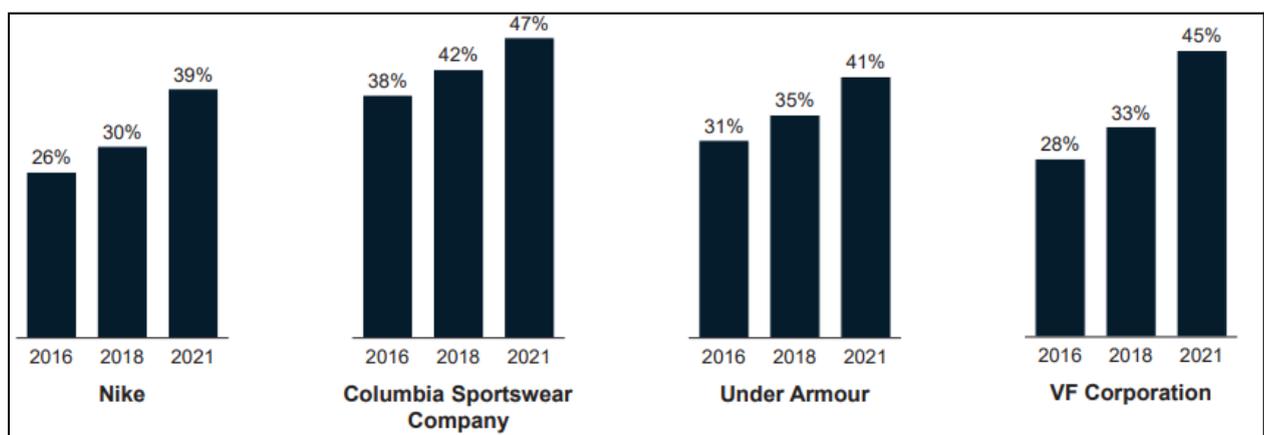
Hemos dicho que China es el mercado hacia el cual las compañías de la industria miran con mayor esperanza para el 2023. Si bien el último año ha sido dramático en cuanto a ventas en esta región, existen ciertos datos fundamentales que nos permiten entender el potencial que tiene este mercado a futuro. En primer lugar hay que mencionar que la riqueza de los consumidores chinos continúa en aumento, dado que en 2015 solamente el 12% de los hogares pertenecían a la clase media y alta, mientras que esta cifra ascendió al 39% en la actualidad. Incluso se estima que esta cifra ascienda al 54% en 2025. Esto quiere decir que existe una base potencial de consumidores significativamente superior que años anteriores, considerando los precios de los productos de empresas como Adidas.

Existen también otros *drivers* que nos indican la creciente importancia de este mercado:

- El apoyo del gobierno para incentivar y expandir los deportes en el país.
- La creciente concientización sobre la importancia de gozar de una buena salud, especialmente entre las mujeres.
- El creciente interés por los deportes, el cual se demuestra mediante el apoyo en redes sociales y en el aumento de personas que los practican.

Más allá de China existen otros motivos por los cuales las empresas esperan mejorar sus ventas en los años venideros. Por un lado, la mayoría de los grandes jugadores de la industria se encuentran invirtiendo para desarrollar su canal de ventas directamente al consumidor. Estas empresas pasaron a tener la décima parte de sus ventas afectadas al canal DTC (siglas en inglés para “*Direct to consumer*”) hace 10 años, mientras que en la actualidad cuentan con más del 40% en algunos casos, y esperan que este número aumente con el correr de los años. El gráfico seguidamente expuesto nos muestra esta tendencia.

Gráfico XXI: Evolución del DTC como porcentaje sobre las ventas totales.



Fuente: McKinsey & Company.

Al mismo tiempo, muchas empresas se encuentran llevando a cabo una estrategia conocida como *nearshoring*, que consiste en relocalizar la producción de las empresas a lugares más cercanos a los centros de operaciones de las empresas. Tradicionalmente, muchas compañías llevan a cabo la producción de sus artículos en países asiáticos, donde la mano de obra es mucho más económica que en otros lugares. Sin embargo, hemos visto que en el último tiempo la cadena de suministro se encuentra atravesando demoras e inconvenientes que comprometen la rentabilidad de las empresas. Es por ello que se espera que la tendencia a futuro tenga que ver con la práctica del *nearshoring*.

Cerca del 75% de las compañías de la industria planean expandir sus actividades de *nearshoring* para el 2025. El 8% se encuentra haciéndolo en este momento. Sin embargo, esta no es una actividad fácil de llevar a cabo, dado que deben encontrarse productores y materias primas aptas para continuar desarrollando los productos. Estos nuevos centros de producción seguramente van a tener determinados tiempos de adaptación para llegar a su máximo potencial de eficiencia. La consultora McKinsey & Co calculó que en el corto - mediano plazo los costos de producir, por ejemplo, remeras, aumentará en un 13% - 20% para las empresas que realicen esta práctica.

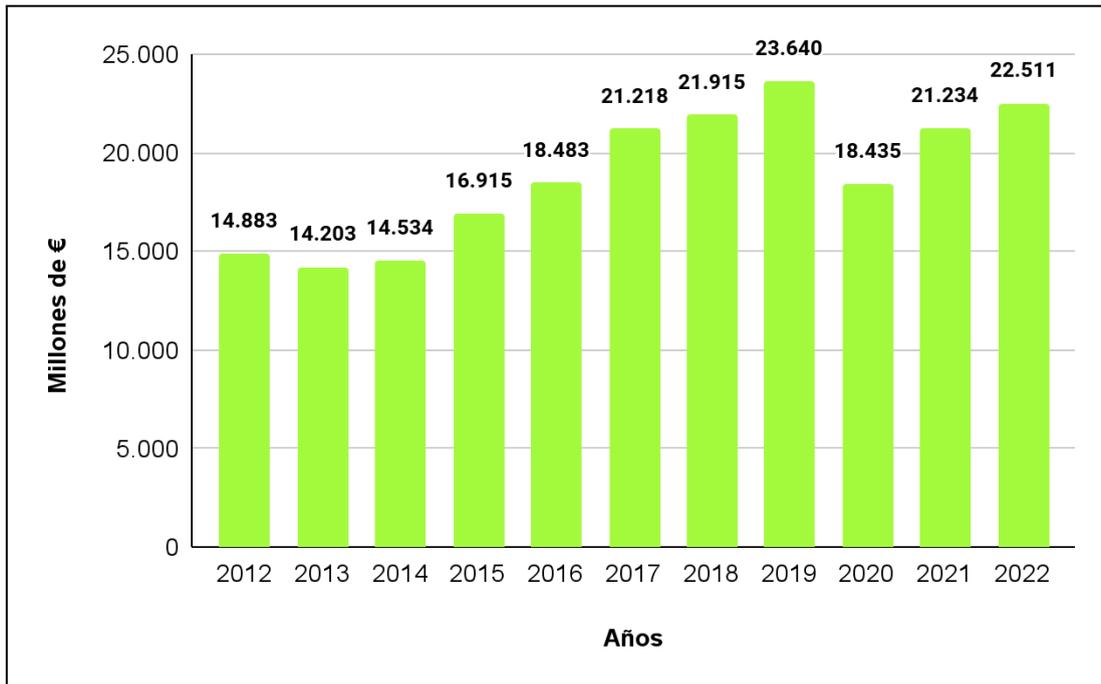
Finalmente es necesario mencionar que el éxito reciente de la industria ha atraído una gran cantidad de inversiones por parte de firmas de *Private Equity* y de *Venture Capital*, así como también fusiones y adquisiciones por parte de los jugadores ya existentes en el mercado. Esto ha aumentado la competencia, lo cual podría en un futuro comprometer los retornos de las empresas ya existentes. Para darse una idea del crecimiento en este sector, las adquisiciones hechas por fondos de *Venture Capital* se han cuadruplicado en valor desde el 2011 hasta el 2021. Es por esto que también hay que tener en cuenta este factor a la hora de proyectar el crecimiento potencial de la industria para los años venideros.

III. Análisis Financiero

a) Ventas

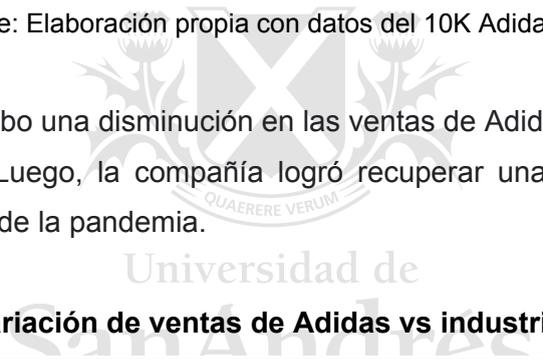
Las ventas de la compañía han aumentado en un 51% en la década comprendida entre los años 2012 y 2022 alcanzando los 22.500 millones de euros. Esto se traduce en una tasa de crecimiento anual promedio (“CAGR” *Compound annual growth rate* por sus siglas en inglés) del 4,2% en euros.

Gráfico XXII: Evolución de las ventas anuales 2012 - 2022.



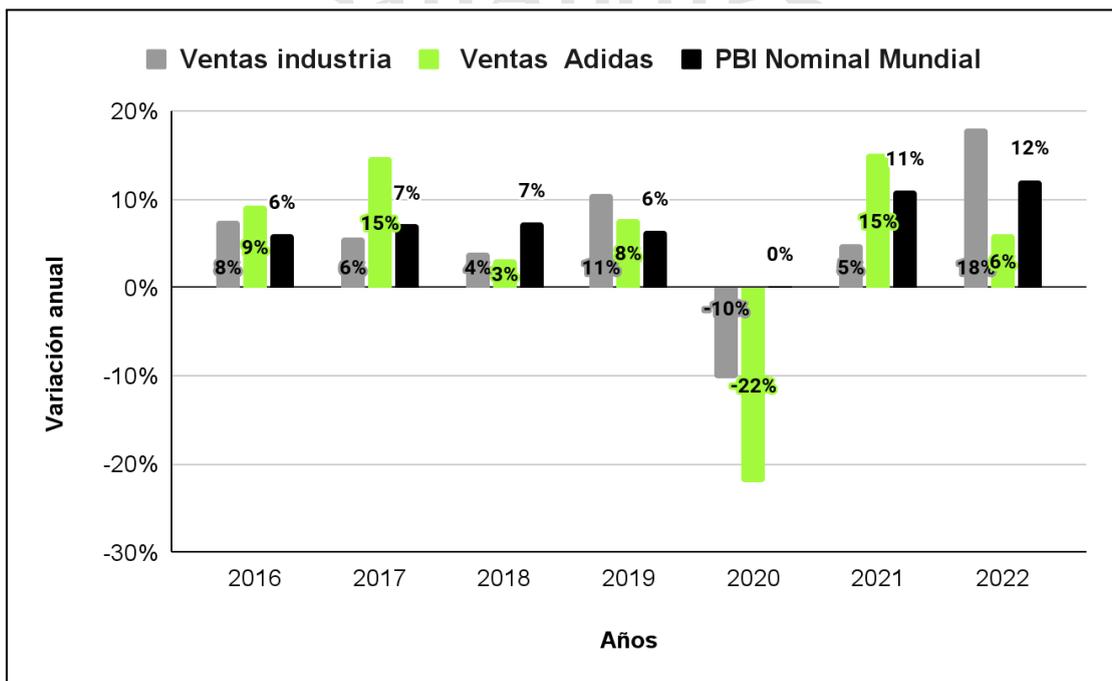
Fuente: Elaboración propia con datos del 10K Adidas AG.

Solamente en el 2020 hubo una disminución en las ventas de Adidas cuando cayeron en un 22% durante ese año. Luego, la compañía logró recuperar una facturación en un nivel similar al existente antes de la pandemia.



Universidad de San Andrés

Gráfico XXIII: Variación de ventas de Adidas vs industria y PBI mundial.

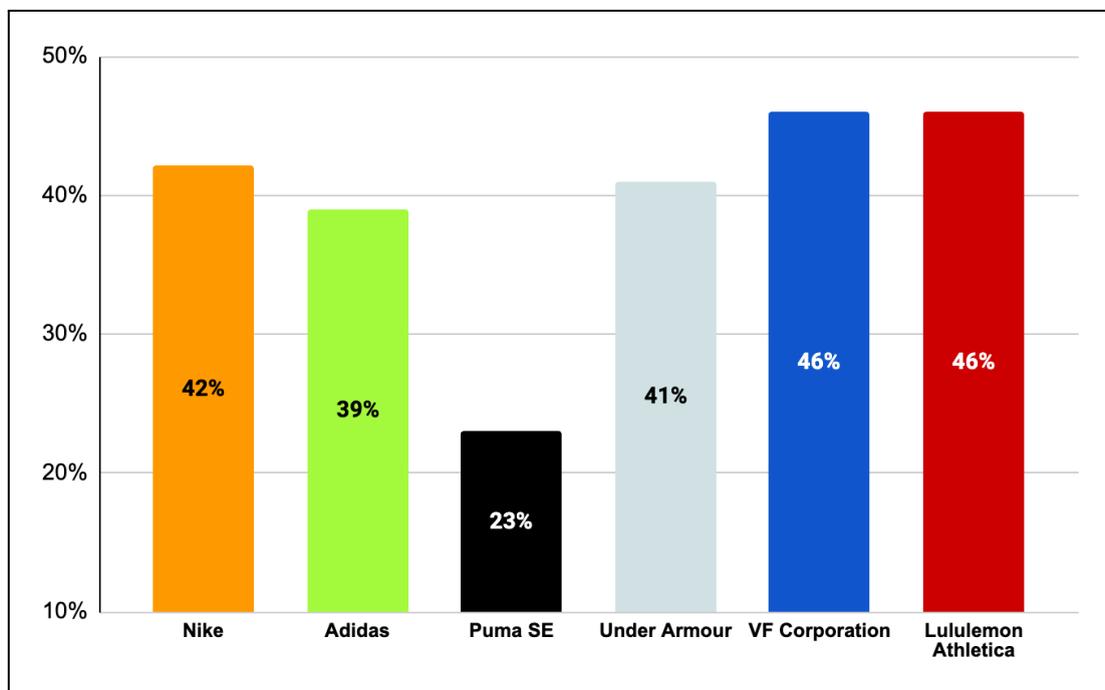


Fuente: Elaboración propia con datos de Statista y 10K Adidas AG.

El crecimiento de ventas de Adidas generalmente estuvo por encima del crecimiento de la industria, y en algunos años fue superior al crecimiento económico mundial. No obstante, al ser una empresa cíclica, cuando hubo una recesión del ciclo macroeconómico mundial en el 2020, los ingresos de Adidas disminuyeron drásticamente y volvieron a restablecerse con la recuperación de la economía en el 2021.

Como mencionamos anteriormente, la estrategia de crecimiento de Adidas y de la industria es direccionar las ventas hacia su canal directo al consumidor. La compañía logró crecimiento en el último tiempo pero está atrasada en comparación a sus competidores. Lululemon Athletica y VF Corporation lideran esta innovación con el 46% de sus ventas.

Gráfico XXIV: Porcentaje de ventas DTC de la industria en el último año fiscal.



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista y 10K empresas.

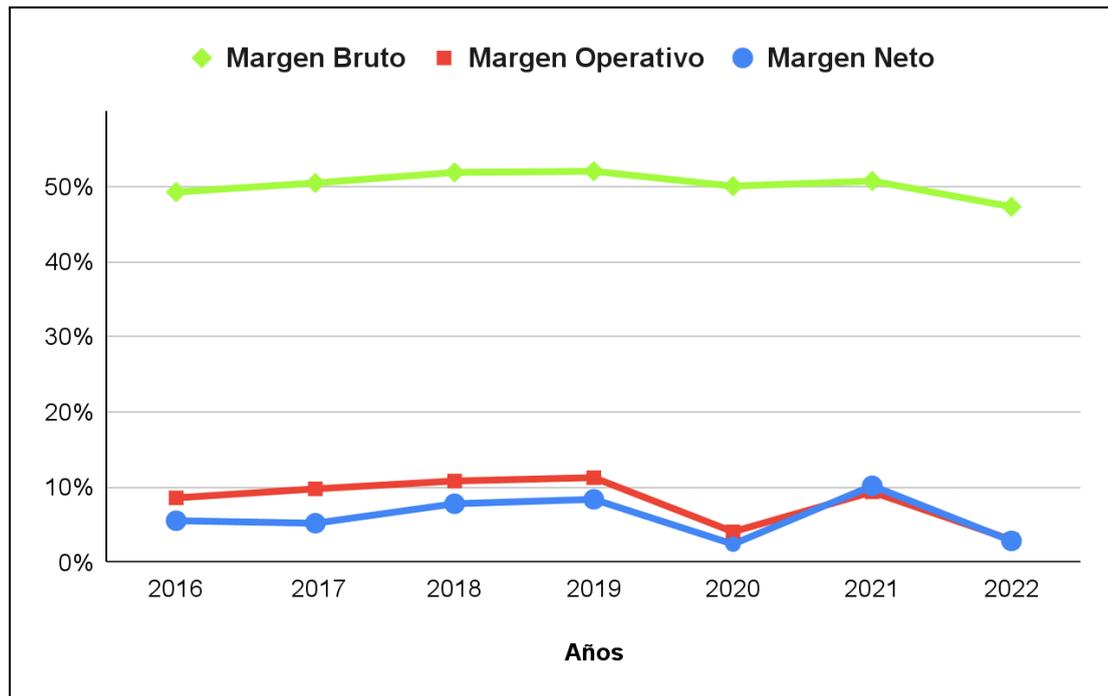
b) Márgenes de Rentabilidad

Al ser una compañía estable, Adidas presenta una estructura de costos de mercadería vendida firme con un margen bruto promedio del 50,4% en los últimos 5 años. El margen operativo fue mejorando a lo largo de este periodo, pero tuvo una caída del 7% en el 2020.

El margen de utilidad neta sí logró recuperarse y alcanzó la cifra del 10% de las ventas de la compañía en el 2021. Este fue mayor al margen operativo por la reclasificación de la marca

Reebok a la categoría de operaciones discontinuas. Sin embargo, el margen neto y el margen operativo volvieron a caer considerablemente en el 2022.

Gráfico XXV: Márgenes de rentabilidad 2016 - 2022.



Fuente: Elaboración propia con datos de 10K Adidas AG.

Adidas presenta un mayor margen bruto promedio que Nike, empresa líder en su industria, pero tiene un bajo margen operativo promedio de los últimos 5 años del 7,7%. Esto se debe a que la empresa de las tres tiras concentra grandes costos de marketing en las operaciones de la compañía para poder impulsar la marca y generar crecimiento. En cuanto al margen neto, Adidas solo se encuentra detrás de Nike y VF Corporation, que tienen elevados márgenes de rentabilidad de ventas. Por otra parte, en las tres métricas de rendimiento Adidas se encuentra muy por encima del promedio de la industria, lo que indica que es uno de los principales líderes del mercado.

En los últimos 5 años, Adidas gastó en promedio el 12,9% de sus ventas en marketing y publicidad, mientras que para Nike estas erogaciones significaron, en promedio, el 9,2% de sus ventas.

Tabla VI: Márgenes de rentabilidad promedio de los últ. 5 años de la industria.

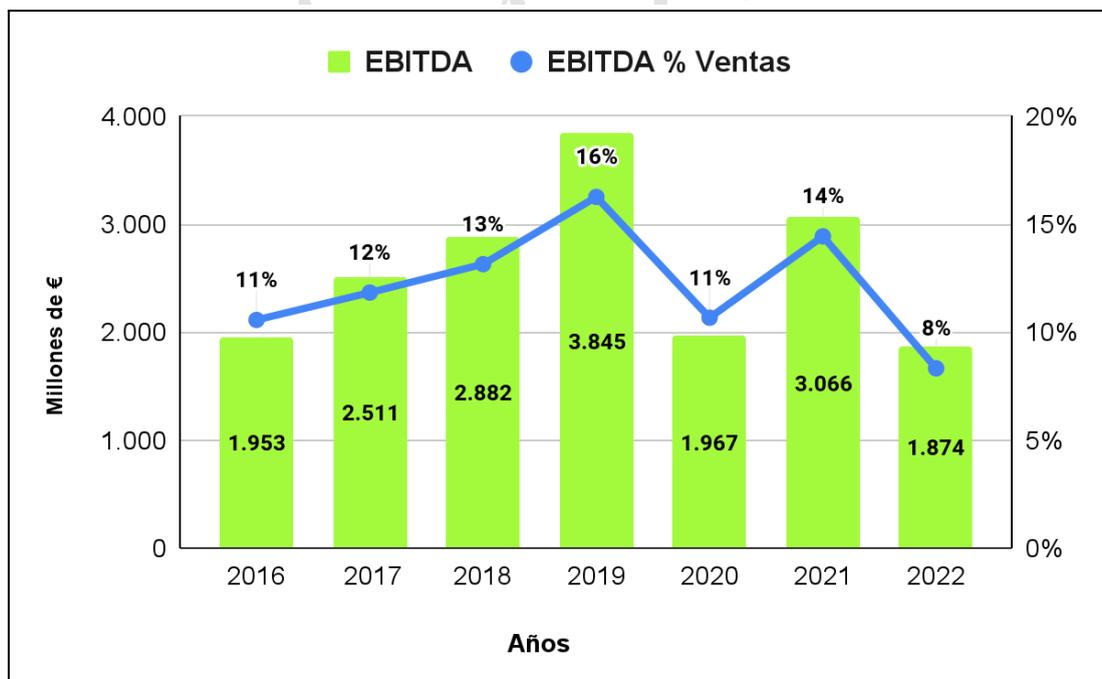
Compañía	Margen Bruto	Margen Operativo	Margen Neto
Nike	44,6%	12,8%	9,7%
Adidas	50,4%	7,7%	6,3%
Puma	47,9%	8,4%	4,7%
VF Corporation	53,1%	11,6%	7,6%
Under Armour	47%	2,8%	-2,9%
Industria	28,9%	4,7%	3,4%

Fuente: Elaboración propia con datos 10K Adidas AG e Investing.com.

c) EBITDA

El beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones o comúnmente llamado EBITDA por sus siglas en inglés, aumentó en los últimos años alcanzando la cifra de los 3.845 millones de euros en 2019. Luego, hubo una caída del 48% en 2020 y logró recuperarse en 2021 pero volvió a disminuir en 2022 representando el 8,3% de las ventas. Esta medida nos permite analizar la rentabilidad del negocio de Adidas sin tener en cuenta la estructura de capital, la presión impositiva y erogaciones que no son flujo de efectivo.

Gráfico XXVI: Evolución del EBITDA 2016 - 2022.



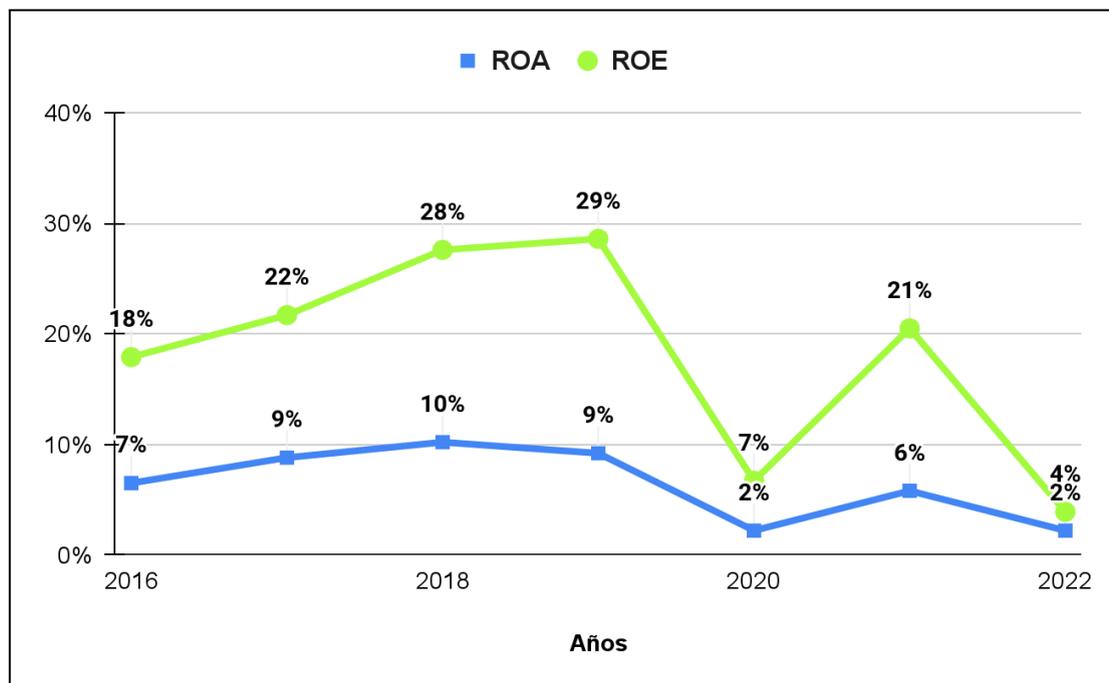
Fuente: Elaboración propia con datos de 10K Adidas AG.

d) Ratios de Rentabilidad

El retorno sobre el capital propio o comúnmente llamado ROE por sus siglas en inglés, expresa la rentabilidad en relación con los recursos propios de la empresa. Este indicador aumentó en los últimos años, alcanzando casi el 30% en 2019, pero en el 2020 este se redujo debido al bajo resultado neto que obtuvo la compañía. En el 2021 hubo una gran recuperación, aunque volvió a disminuir en el último año fiscal debido a las pérdidas operativas de la empresa.

El retorno sobre activos de la compañía, comúnmente llamado ROA por sus siglas en inglés, indica la rentabilidad en relación a los activos de la empresa. En el 2022 este indicador disminuyó al 2,2% después de haber estado cerca del 10% en los últimos años.

Gráfico XXVII: Evolución del ROE y ROA 2016 - 2022.



Fuente: Elaboración propia con datos de 10K Adidas AG.

En cuanto a la industria, Adidas y los demás competidores se mantienen muy por debajo de Nike. No obstante, la empresa alemana junto con VF Corporation ostentan un retorno sobre el capital propio promedio de los últimos 5 años elevado en comparación con las demás compañías. Por otro lado, Adidas mantiene un ROA mayor al promedio de la industria pero menor a su competencia. Esta métrica estuvo principalmente afectada por el último dato del 2022 en donde la compañía no logró buenos retornos sobre sus activos.

Tabla VII: ROE y ROA promedio de los últimos 5 años de la industria.

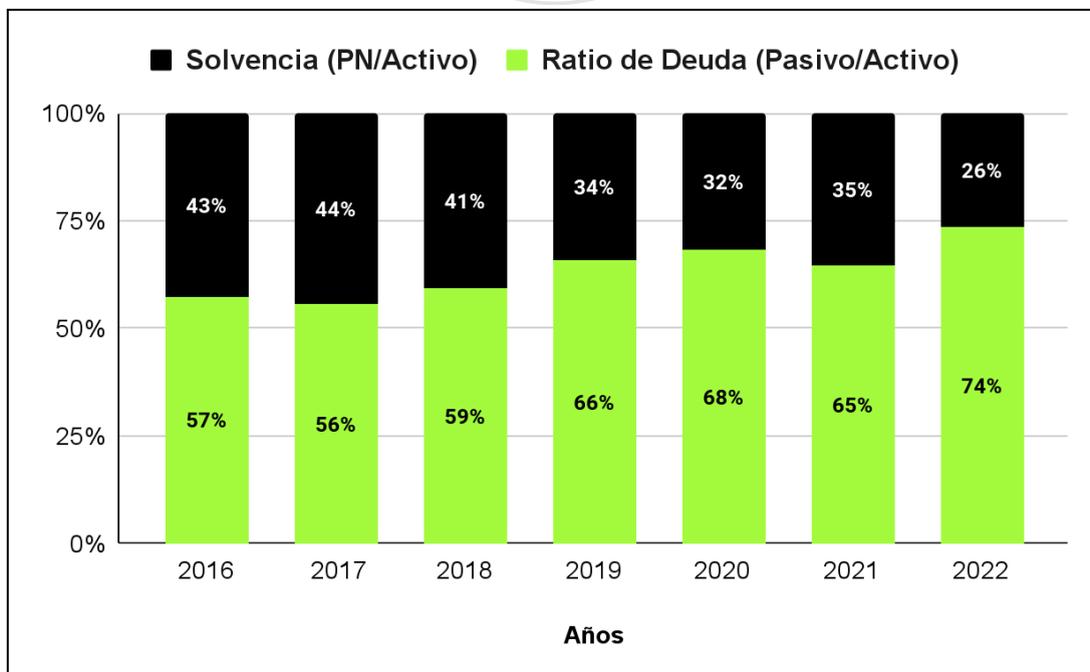
Compañía	ROE	ROA
Nike	37,6%	11,2%
Adidas	17,5%	5,9%
Puma	14,7%	6,2%
VF Corporation	18,5%	6,5%
Under Armour	-2%	3%
Industria	9,7%	4,2%

Fuente: Elaboración propia con datos de S&P Capital IQ e Investing.com.

e) Análisis Patrimonial

Adidas ha comenzado a apalancarse en los últimos años, endeudándose para financiar sus actividades. Podemos ver que en el último año fiscal el 74% de los activos estuvieron financiados con el pasivo de la compañía, mientras que el 26% fue sostenido con recursos propios.

Gráfico XXVIII: Evolución de la estructura de capital contable 2016 - 2022.



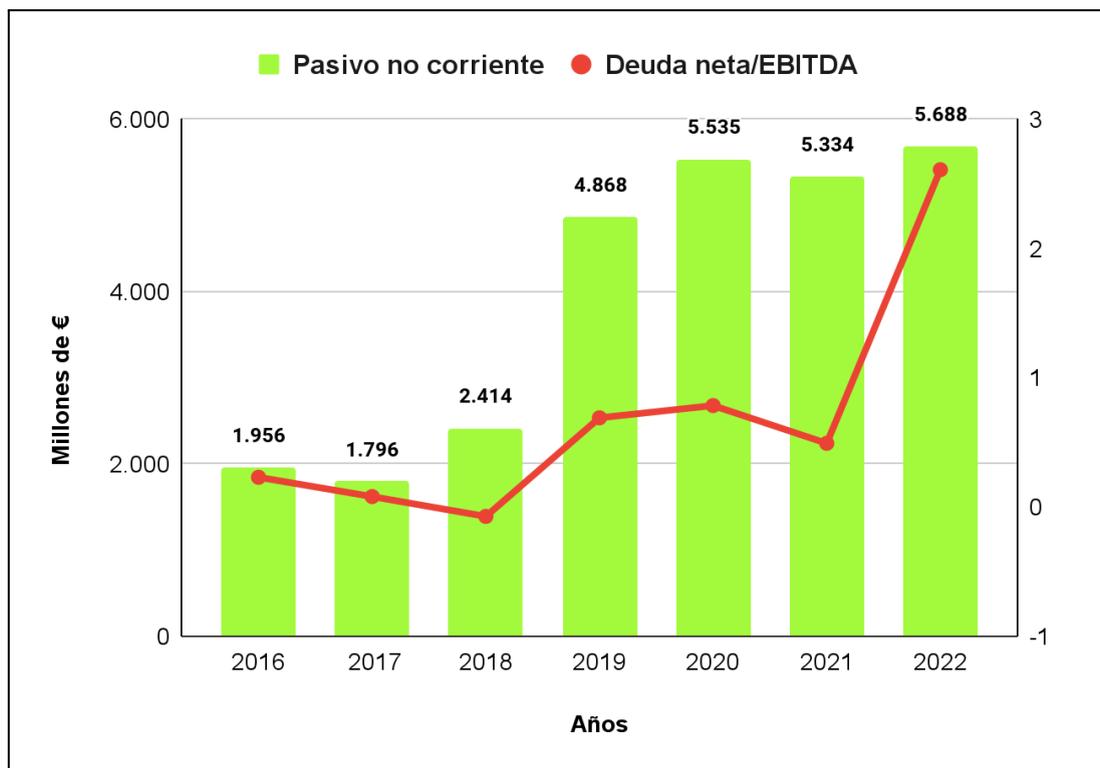
Fuente: Elaboración propia con datos de 10K Adidas AG.

La compañía ha aumentado su pasivo no corriente por el aumento en la emisión de deuda de largo plazo. Éste aumentó en un 190% desde 2016 hasta el 2022, impulsado por la

colocación de nuevos títulos de deuda. Su colocación más reciente fue en noviembre del 2022, en la que la empresa emitió 1.000 millones de euros de deuda en dos nuevos bonos corporativos con vencimiento en 2025 y 2029.

Además, se ha deteriorado su capacidad de repagar su deuda, podemos observar en el gráfico XXIX que la relación deuda neta sobre EBITDA ha aumentado a 2,6 en 2022. Esto significa que Adidas cada vez tarda más en generar ingresos para poder pagar sus obligaciones de largo plazo.

Gráfico XXIX: Evolución de la deuda de largo plazo de Adidas.

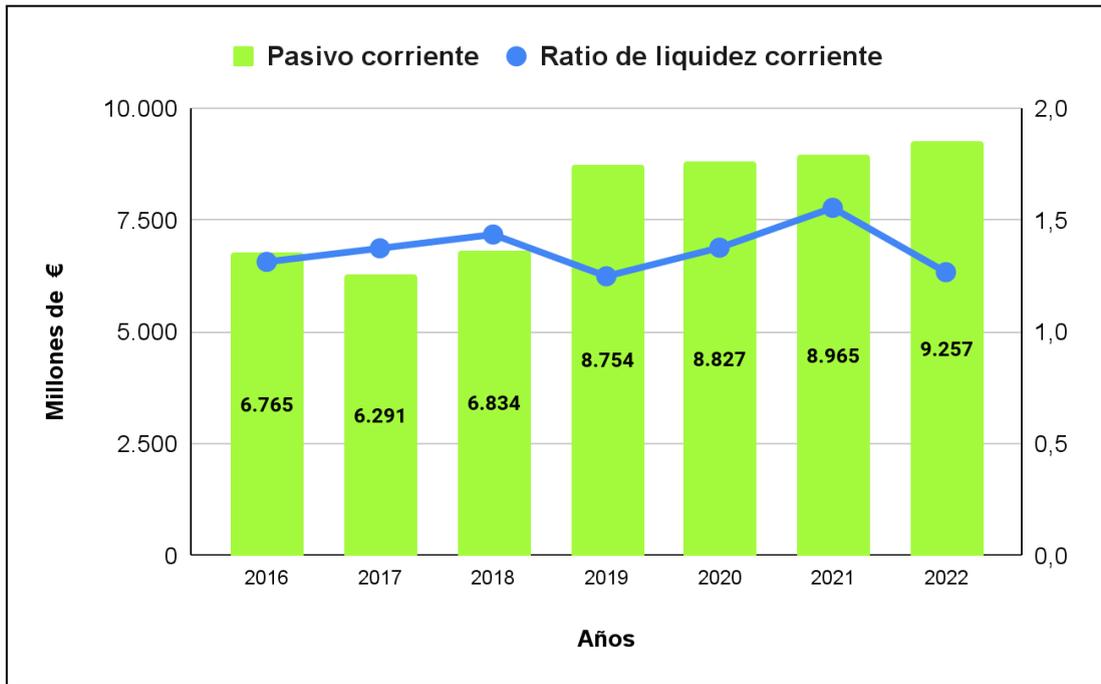


Fuente: Elaboración propia con datos de 10K Adidas AG.

f) Liquidez y capital de trabajo

A pesar del incremento de las obligaciones de corto plazo de la empresa, Adidas ha logrado mantener un ratio de liquidez estable al contar con efectivo y activos corrientes para poder cubrir su pasivo circulante. Este aumento en sus deudas se debió principalmente al aumento en los costos de distribución y de producción en los últimos años.

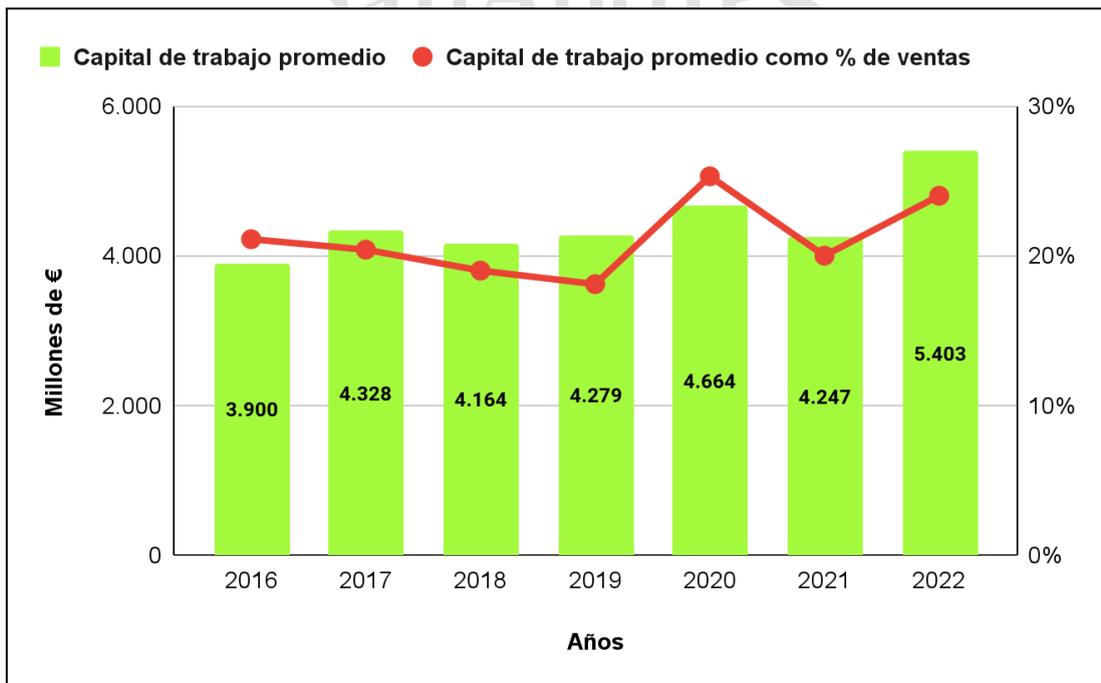
Gráfico XXX: Evolución del ratio de liquidez 2016 - 2022.



Fuente: Elaboración propia con datos de 10K Adidas AG.

Sin embargo, la empresa ha tenido problemas con el capital de trabajo operativo. En el último año, Adidas incrementó en un 44% las necesidades operativas de fondos para cubrir el ciclo de operaciones de la compañía.

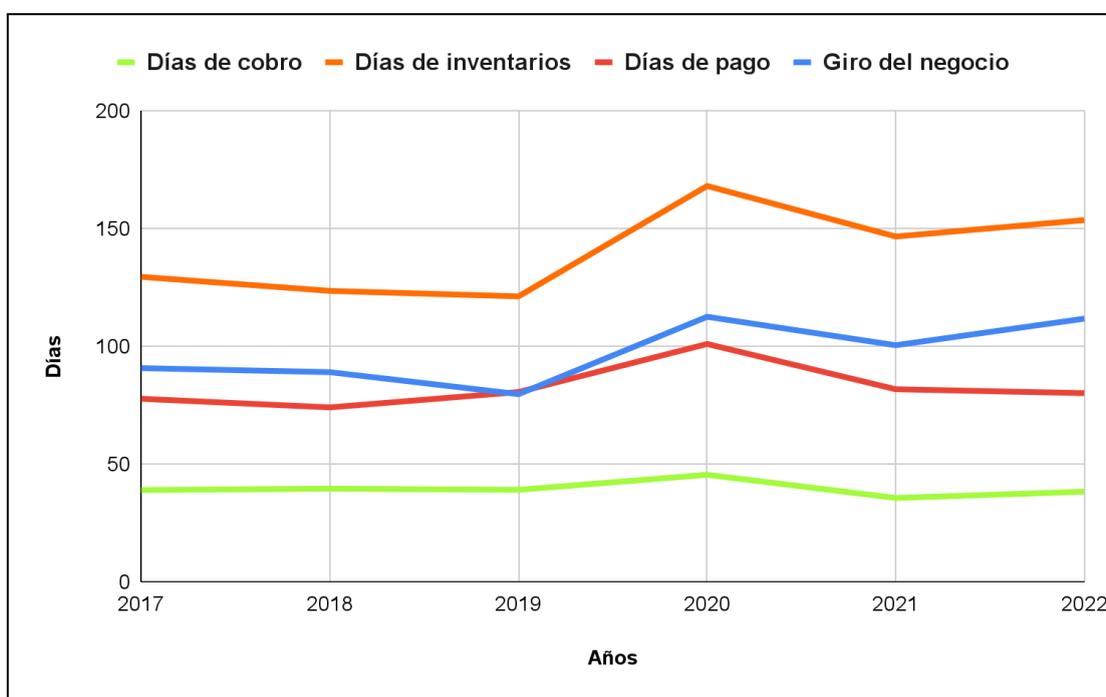
Gráfico XXXI: Evolución del capital de trabajo promedio 2016 - 2022.



Fuente: Elaboración propia con datos de 10K Adidas AG.

Aunque hayan aumentado las deudas con los proveedores, Adidas incrementó en un 49% sus inventarios con respecto al 2021 por el stock inmovilizado de zapatillas Yeezy y por los problemas en la distribución de sus productos como consecuencia de la pandemia. Esto generó que Adidas tenga que invertir más dinero por las operaciones corrientes del negocio, lo que explica parte del aumento en el endeudamiento en el último año fiscal. El promedio del capital de trabajo como porcentaje de las ventas en los últimos 7 años es del 21,1% y en el 2022 este significó el 24% de las ventas de Adidas. Además, el *management* espera que este aumente a un nivel entre el 25 y 26% en el 2023.

Gráfico XXXII: Ciclo operativo en cantidad de días 2017 - 2022.



Fuente: Elaboración propia con datos de 10K Adidas AG.

Se observa que hubo un gran aumento en los días de inventario, en el 2022 Adidas hizo rotar su stock cada 158 días en promedio. Esto significa que la empresa tiene menos capacidad de convertir sus activos en efectivo y que se debilitó la operación en el último tiempo. Por otra parte, los días de pago y cobro se mantuvieron en un nivel similar, lo que generó un incremento en los días del ciclo financiero de las operaciones globales.

IV. Valuación

a) Enfoque en ingresos

1. El modelo de los flujos descontados

Hallar el valor de una empresa es una tarea inexacta que depende de muchas variables que son en su mayoría difíciles de predecir. Las valuaciones conllevan cierta subjetividad, dado que dependen del momento del ciclo de negocios, las hipótesis del analista, así como también de sus objetivos. Ante esta falta de certezas absolutas, existen varios modelos que intentan aproximarse al valor de la empresa en cuestión. Uno de ellos es el denominado modelo de flujos de caja descontados, mejor conocido como *DCF* (siglas en inglés para *Discounted Cash Flow*).

Este modelo supone que el valor de un activo - en este caso la empresa en su totalidad - es igual al valor presente de los flujos futuros que es capaz de generar (Damodaran, 2006). Está basado en que todo activo tiene un valor intrínseco que puede ser estimado basado en generación de caja futura, crecimiento y riesgo. Estima los flujos que el dueño del activo percibirá en el futuro, ajustados por el valor tiempo del dinero y del riesgo propio de todo acontecimiento futuro, que es por definición incierto. Esto se toma en cuenta utilizando una tasa de descuento, que impacta sobre cada uno de los flujos.

La regla general es que si la suma de los flujos descontados es mayor al valor actual del activo - en el caso de la empresa podría ser su precio de mercado en la bolsa -, existe una oportunidad de comprarlo a un precio de descuento. Lo contrario ocurre cuando la suma de los flujos es menor al precio de mercado. Este modelo permite valuar empresas en términos absolutos, es decir sin depender del precio de otras compañías semejantes. Esto conlleva una ventaja, dado que podría darse la situación que la mayoría de las empresas estén sobrevaloradas, o al revés, con lo cual podremos hallar una medida objetiva que no dependa de las condiciones actuales del mercado.

Sin embargo, la estimación de los flujos de caja puede resultar complicada, dada la cantidad de variables implicadas. Por ello, es recomendable que la empresa que se está valuando guarde cierta previsibilidad en los flujos que genera. Por ejemplo, sería complicado hallar el valor de una empresa con pocos años de historia y en pleno crecimiento, ya que no existe un historial que nos permita predecir de manera más segura cómo va a comportarse en el futuro. Adidas AG es una empresa que tiene muchos años en el mercado y se encuentra en

una industria madura, lo cual representa una situación favorable para obtener un valor más preciso.

El valor de una empresa está expresado según la siguiente expresión:

$$\text{Valor de la firma} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

Donde:

CF_t = valor de los flujos de caja futuros

r = tasa de descuento

t = momento futuro en el tiempo

Vale aclarar que la sumatoria de los flujos es infinita, puesto que se asume que las empresas son perpetuas, al no tener fecha de vencimiento cierta.

Sin embargo, los flujos que se encuentran más adelante en el futuro son los más impredecibles, entonces el modelo prevé un denominado valor terminal. Éste se encuentra dado por una perpetuidad, descontando los flujos a la tasa de descuento y asumiendo que éstos crecen a una tasa fija a perpetuidad. Los flujos más próximos en el tiempo son estimados con mayor precisión, considerando variables más detalladas que determinan su valor. De este modo la expresión del valor de la firma está representada por la siguiente ecuación.

$$\text{Valor de la firma} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \text{Valor terminal},$$

donde el valor terminal está dado por la perpetuidad

$$\text{Valor terminal} = \frac{CF_T(1+g)}{(r-g)(1+r)^T},$$

donde:

g = tasa de crecimiento de los flujos a perpetuidad

Existen varios enfoques para calcular los flujos de fondos libres que generará la empresa en el futuro. En este caso se utilizará el denominado FCFF (*Free Cash Flow to the Firm* - por sus siglas en inglés), que tiene en cuenta los flujos que competen a todos los componentes de la estructura de capital de la empresa, es decir los acreedores y los accionistas. Es por ello que esta medida no tiene en cuenta los intereses generados por la deuda, ni los repartos de utilidades. La manera de calcularlo es la siguiente

$$FCFF = EBIT(1 - T) + \text{Depreciaciones} - \text{CapEx} - \Delta\text{Capital de trabajo},$$

donde:

EBIT= Ganancias antes de impuestos e intereses (*Earnings Before Interests and Tax*)

T= Alícuota impositiva

Estos flujos de fondos deben ser descontados a una tasa determinada, que tiene una gran incidencia en el resultado final de la valuación. En este caso se utilizará el *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital* - por sus siglas en inglés), es decir el promedio ponderado del costo del capital para la empresa, que comprende al de la deuda y al de las acciones; lo cual es consistente con el método de cálculo utilizado para los flujos de fondos libres. La tasa de descuento se halla de la siguiente manera:

$$r = WACC = \frac{E}{D+E}k_e + \frac{D}{D+E}k_d(1 - T),$$

donde:

D= Valor nominal de la deuda

E= Capitalización de mercado de las acciones de la compañía

k_e = Retorno requerido por los accionistas

k_d = Retorno requerido por los acreedores

El costo de la deuda, generalmente, está dado por la TIR de los bonos emitidos por la empresa que actualmente cotizan en el mercado. El costo del capital propio está dado según el modelo *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model* - por sus siglas en inglés), que modela la rentabilidad que debe exigirse a las acciones de una empresa según su riesgo no diversificable con respecto al promedio de mercado. La ecuación para hallarlo es la siguiente

$$k_e = R_f + \beta(\text{Risk Premium}),$$

donde:

R_f = Tasa libre de riesgo

β = Coeficiente de la regresión entre los retornos del índice del mercado y la acción

Risk Premium = Prima de riesgo.

La **tasa libre de riesgo** representa el rendimiento que puede obtener un inversor al invertir en un activo sin riesgo. En otras palabras, refleja un rendimiento esperado igual al realizado. Generalmente, se utilizan aproximaciones como parámetro de esta variable ya que, empíricamente no existe ninguna inversión que no conlleve riesgo alguno.

El **beta** se interpreta como la sensibilidad de la rentabilidad de la acción de la empresa con respecto a la rentabilidad del mercado. Es una aproximación al riesgo no diversificable que tiene un activo en referencia al índice del mercado en el que se encuentra.

Tabla VIII: Interpretación del coeficiente beta.

Valor de Beta	Interpretación
$Beta > 1$	Más riesgoso que el mercado.
$Beta < 1$	Menos riesgoso que el mercado.
$Beta = 1$	Índice de mercado.

Fuente: Elaboración propia.

La **prima de riesgo** es el retorno extra por invertir en un activo que no sea la tasa libre de riesgo. Salvando las distancias, puede decirse que es el retorno extra por ser accionista de una compañía.

$$Risk\ Premium = R_m - R_f$$

2. Estimación de las variables - Escenario Base

Hemos dicho que el modelo de los flujos de caja descontados comprende una cantidad de variables que deben ser proyectadas y estimadas mediante procedimientos consistentes y coherentes para llegar a una valuación verosímil de la empresa. La compañía reporta sus resultados discriminando por segmento geográfico, por lo tanto las variables estimadas estarán subdivididas de ese mismo modo. El método para cada una de estas variables se encuentra especificado para cada una de estas a continuación.

➤ Ventas

Lo primero que debemos tener en cuenta para realizar la proyección de las ventas es el crecimiento esperado de la industria en la cual se encuentra Adidas. El resumen de las proyecciones se encuentra en el capítulo II sección e) de este informe. La tasa de crecimiento total estimado de la industria para el periodo comprendido entre los años 2022 y 2027 es, en promedio, del 7,3% anual. Hay que tener en cuenta que este dato es nominal, es decir que existe un efecto inflacionario comprendido dentro de esta cifra, que se estima que será especialmente elevado durante el 2023 e irá reduciéndose progresivamente con el correr del tiempo.

Más allá de los datos de la industria, dividiremos la proyección de las ventas en dos apartados distintos. En primer lugar, se realizarán las proyecciones para el año 2023, en el cual Adidas se encuentra transitando dificultades particulares que mencionaremos y analizaremos a continuación. Luego, una vez ya estabilizadas las condiciones internas, se realizarán proyecciones hasta el año 2030, tomando en cuenta cómo se desenvolverá la industria en los próximos años y las acciones que tomará el *management*.

2023

El 2022 fue un año complejo para la compañía, dado que además de los desafíos a nivel global surgieron problemas a nivel interno de la empresa. Las restricciones por cuarentenas en el mercado chino han tenido un gran impacto en la compañía, que acumuló una pérdida de ingresos del 36% respecto al 2021. Otro gran problema que surgió fue la rescisión del contrato con el artista Kanye West, que significó la discontinuación de la línea de calzado Yeezy, que representaba más del 5% de los ingresos de la compañía. Esto acarrea dos problemas: en primer lugar, no se podrá seguir desarrollando esta línea y la empresa perderá cuota de mercado; y en segundo lugar existe un problema con los inventarios de esos productos que Adidas ya había producido y que ahora no puede vender.

Más allá de esos problemas principales, Adidas también enfrenta algunos problemas excepcionales que afectarán los resultados de la empresa. Estos están relacionados, en gran parte, por la decisión de reducir las operaciones en Rusia, producto de la guerra y del costo reputacional que le significaría a la empresa continuar sus operaciones en ese país. Además, para deshacerse de los inventarios sobrantes la compañía comenzará una agresiva campaña de promociones donde las tiendas *outlet* jugarán un importante papel para deshacerse de la mercadería, lo cual llevará a ventas deprimidas por la reducción en precios.

Teniendo estos factores en cuenta, se presentan las proyecciones para el 2023.

Tabla IX: Variación de Ingresos de Adidas en 2023.

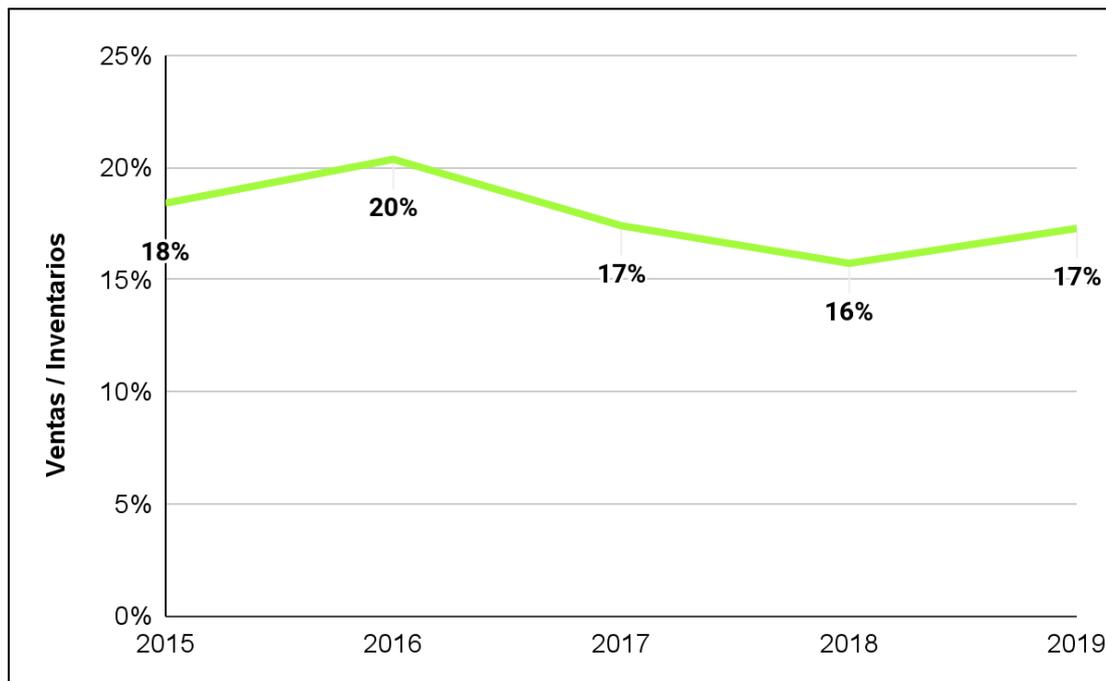
	2022	2023
EMEA	10%	-10,4%
Rescisión Yeezy		-5,3%
Recesión económica		-1%
Descuentos		-4,4%
Norteamérica	25%	-11,3%
Rescisión Yeezy		-5,3%
Recesión económica		-2%
Descuentos		-4,4%
China	-31%	-0.9%
Rescisión Yeezy		-5,3%
Reactivación económica y descuentos		+9,5%
Descuentos		-4,4%
Asia - Pacífico	3%	1,4%
Rescisión Yeezy		-5,3%
Crecimiento del negocio y descuentos		+12%
Descuentos		-4,4%
Latinoamérica	46%	2,3%
Rescisión Yeezy		-5,3%
Crecimiento del negocio y descuentos		+13%
Descuentos		-4,4%
DTC % de ventas	39%	36%
Total	6%	-6,9%

Fuente: Elaboración propia.

En primer lugar, se realizaron los cálculos del impacto que tendría una política de descuentos sobre las ventas de Adidas. Como la empresa no entregó mayores precisiones

sobre el efecto que tendría sobre sus ventas, se utilizaron varios supuestos para tener una aproximación. Adidas se encuentra intentando reducir sus inventarios, con lo cual se calculó el múltiplo de inventarios sobre ventas histórico, pero se tuvieron en cuenta solamente los cinco años anteriores a la pandemia, dado que fueron años que no estuvieron afectados por sucesos de gran magnitud para la empresa.

Gráfico XXXIII: Inventarios sobre ventas de Adidas 2015 - 2019.



Fuente: Elaboración propia con datos de 10K Adidas AG.

Utilizando este promedio, y teniendo en cuenta que el nivel actual de inventarios sobre ventas de Adidas es del 26,5%, se llegó a la conclusión de que la empresa deberá reducir su múltiplo por nueve puntos porcentuales para llegar a su nivel normal, lo cual representa un total de €1.959 millones en inventarios que debe vender. El margen operativo de Adidas el año pasado fue del 47,3%, con lo cual esa cantidad de inventarios representarían, en promedio, €4.141 millones en ventas. Estudios realizados por Kellogg Insight sugieren que el descuento medio en tiendas *outlet*, donde Adidas comercializará sus productos en promoción, es del 24%, con lo cual si aplicamos este porcentaje sobre las ventas de inventarios sobrantes que haría Adidas, nos quedaría una pérdida total de €994 millones en descuentos, o un 4,4% de las ventas de la empresa, lo cual fue aplicado de manera proporcional a cada región.

Por otro lado, el *management* de la empresa ha pronosticado una pérdida en ventas para el 2023 de €1.200 millones para el próximo año por causa de la terminación del contrato para

la producción de la línea Yeezy. Esto significa una caída del 5,3% de las ventas para el siguiente ejercicio, que fue aplicado en todas las regiones por igual.

Luego debemos estimar el crecimiento por las operaciones usuales del negocio en cada una de las regiones. En primer lugar, **EMEA** (Europa, Medio Oriente y África) es una región principalmente afectada por Europa, con lo cual el análisis se centra en lo que acontecerá en este continente. Datos del FMI sugieren que la economía crecerá en un 1,7% nominal durante el 2023, pero Adidas se encuentra inserta en una industria de consumo discrecional, es decir que exagera los ciclos económicos por ser productos no esenciales para el consumidor. Por lo tanto, esperamos que Adidas esté particularmente afectada por la recesión inminente y decidimos proyectar una caída del 1% de sus ingresos.

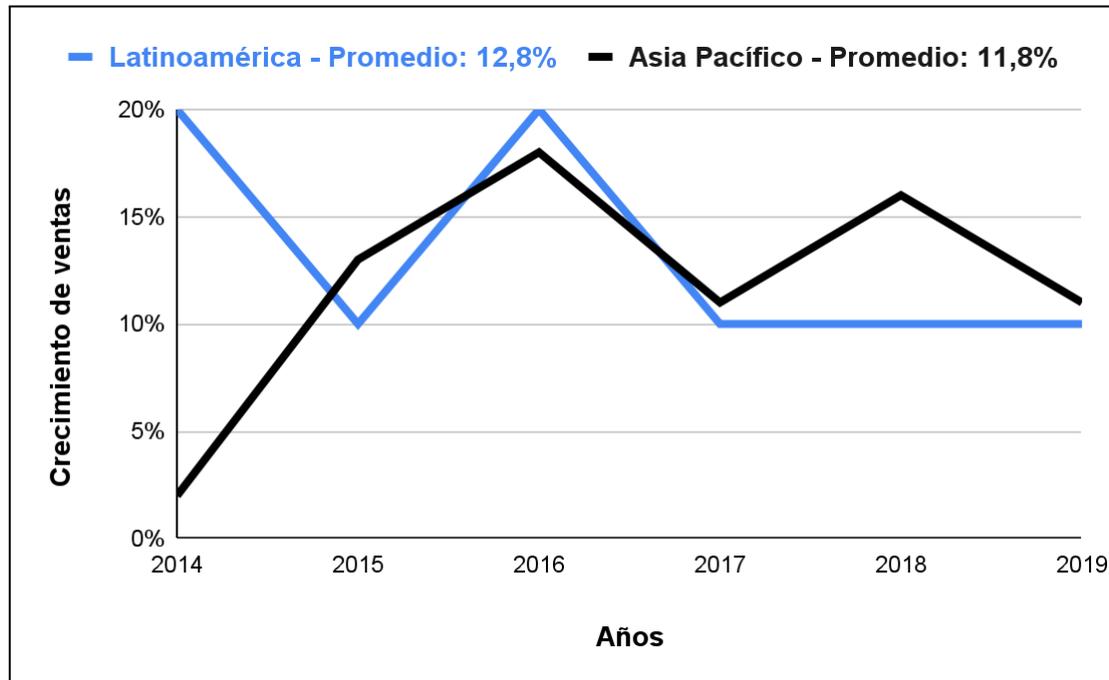
Por otro lado, en **Norteamérica** el panorama es similar. Teniendo en cuenta a Estados Unidos, principal componente de esta región, debe mencionarse que durante el 2022 la Reserva Federal llevó a cabo la subida de tasas de interés más agresiva de su historia, y se espera que los resultados en la economía real no tarden en llegar. Se espera que la economía no crezca en términos reales, y ya con la inflación en baja el crecimiento nominal también debería ser modesto. Al tener Adidas menos ventajas competitivas en Norteamérica que en Europa, se espera que las ventas caigan algo más que en el viejo continente.

Por su parte, en **China** el *management* ha señalado que no espera grandes movimientos con respecto a los niveles de ventas registrados durante este año. Sin embargo, debemos decir que es la región que acarrea mayor incertidumbre a la hora de proyectar sus potenciales ventas, debido a que depende en gran medida de la evolución de los contagios de coronavirus y del apego del gobierno a la política denominada “cero covid”. En consecuencia, se contraponen el efecto de descuentos y de las Yeezy con el de las aperturas graduales que se podrían llevar a cabo durante el próximo año.

Finalmente nos queda analizar las regiones de menor trascendencia para las ventas anuales de Adidas, que son **Latinoamérica** y **Asia Pacífico**. El *management* no se ha pronunciado acerca de las expectativas de crecimiento en estas regiones ni ha mencionado problemas que comprometan su situación en cuanto a niveles de ventas, con lo cual asumimos que se observarán niveles de crecimiento usuales. Decidimos utilizar promedios históricos del crecimiento de las ventas, pero solamente tomando en cuenta los seis años anteriores a la pandemia, para que los resultados resulten más homogéneos y no se

encuentren afectados por *outliers*. La evolución de estas regiones se expone en el siguiente gráfico.

Gráfico XXXIV: Crecimiento de ventas en Latinoamérica y Asia - Pacífico 2014 - 2019.



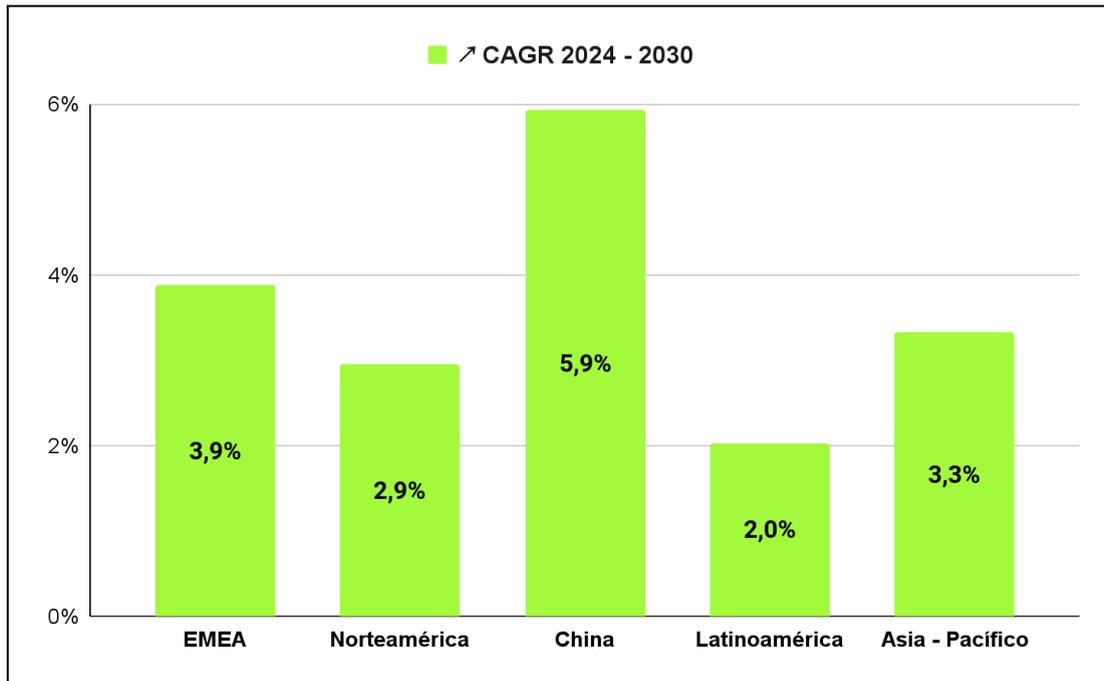
Fuente: Elaboración propia con datos de 10K Adidas AG.

Adicionalmente, la administración de la empresa mencionó que el canal de DTC experimentará una reducción temporal en su cuota por la discontinuación de la línea Yeezy, que no se vendía al por mayor sino solamente mediante la plataforma de *e-commerce* y tiendas físicas pertenecientes a Adidas.

2024 - 2030

Luego, para la proyección de ventas en el resto del horizonte temporal se tiene en cuenta en mayor proporción el desempeño proyectado para la industria de cada segmento operativo.

Gráfico XXXV: CAGR esperado de la industria por segmento operativo.



Fuente: Elaboración propia con datos de Statista.

Principalmente, se consideró que Adidas mantenga su posición competitiva en el largo plazo como uno de los mayores productores y vendedores de calzado, ropa y equipamiento deportivo a nivel global. Como podemos observar en el **gráfico XXXV**, exceptuando los años 2020 y 2022 las ventas de Adidas crecieron de manera similar o por encima de la industria y de la economía.

Para **EMEA**, **Norteamérica** y **China** proyectamos un crecimiento significativamente por encima al de la industria. Esto se debe a que son considerados **mercados estratégicos** por la empresa y en donde no solo se planea seguir invirtiendo, sino que son los mercados donde la marca tiene mayor presencia actualmente. Adidas espera que el 90% del crecimiento de las ventas hasta 2025 provenga de estas regiones. Especialmente, China será la región con mayor crecimiento de ventas con una tasa de crecimiento anual promedio cercana al 6% hasta 2030. También hay que decir que el mercado chino debería mostrar una recuperación significativa una vez que las medidas restrictivas por la pandemia hayan sido superadas, y es por eso que en 2024 se espera una gran recuperación en ese sentido.

Por otro lado, Asia Pacífico no es un segmento operativo importante para la compañía, pero se espera que las ventas crezcan considerablemente por ser un mercado en expansión. Por último, el crecimiento de la industria en Latinoamérica es el menor de todas las regiones en donde opera Adidas, con una tasa de crecimiento promedio esperada del 2% hasta 2030.

Además, se espera que Adidas comience a recuperarse a partir del 2024 a medida que su estrategia *Own the Game* alcance sus objetivos y se recupere la economía a nivel global. El crecimiento de las ventas de Adidas va a estar impulsado por el cambio en el *mix* de los canales de ventas de la compañía. La industria dio un giro hacia la venta directa al consumidor y para Adidas esta es una de sus principales prioridades.

Tabla X: Crecimiento de ventas en el escenario base.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EMEA	-10,4%	7,1%	6,4%	5,9%	5,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Norteamérica	-11,3%	5%	4,4%	4,1%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
China	-0,9%	30%	10%	7,7%	7,1%	6,6%	6,6%	6,6%
Asia - Pacífico	1,4%	5,6%	4,4%	4,3%	4%	3,7%	3,7%	3,7%
Latinoamérica	2,3%	3,6%	2,8%	2,7%	2,4%	2,2%	2,2%	2,2%
Otros Negocios	3%	5,2%	4,4%	4%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Total	-6,9%	9,4%	6,3%	5,3%	5%	4,5%	4,6%	4,6%

Fuente: Elaboración propia.

➤ Margen operativo

Debido a los altos inventarios y el stock inmovilizado de zapatillas Yeezy, se esperan pérdidas operativas de 700 millones de euros para el 2023. La empresa está atravesando un momento de recuperación y búsqueda de estabilización operativa para los años siguientes. Proyectamos que esta recuperación va a durar hasta el 2024 cuando se normalice la estructura de costos de la compañía y Adidas se vea beneficiada por el aumento de las ventas en su canal directo al consumidor.

Para mantener la consistencia, realizamos la proyección por segmento operativo teniendo en cuenta que cada región tiene distintos márgenes. Para esto, nos basamos en información histórica y en lo que Adidas reporta como expectativas futuras.

Para el **2023** proyectamos una pérdida operativa de 796 millones de euros similar a la esperada por el *management*, por la caída de los márgenes operativos de todas las regiones. Los segmentos más afectados son **EMEA** y la región de **Norteamérica** donde se esperan caídas en las ventas para el 2023.

Por otra parte, a partir del **2024** se consideró lo siguiente para cada región:

- ❖ **EMEA:** El promedio del margen operativo en los últimos 5 años es del 19,6%. Esperamos que lentamente alcance este nivel a medida que la estructura de costos y la economía se estabilice.
- ❖ **Norteamérica:** Esta región tiene un margen operativo promedio en los últimos 5 años del 14,7%. Al igual que EMEA, esperamos que se alcance ese nivel en los próximos años.
- ❖ **China:** Desde 2020 Adidas reporta a China como un segmento individual. En estos años esta región ha logrado los márgenes más altos de la compañía cercanos al 26% de sus ventas. Sin embargo, los problemas operacionales relacionados a la pandemia en el último año causaron una reducción de este margen al 10% de los ingresos en el 2022. Teniendo esto en cuenta, esperamos que luego de la incertidumbre del corto plazo, China vuelva a tener márgenes cercanos al 26% e incluso superen esa cifra en el largo plazo.
- ❖ **Asia - Pacífico:** Adidas reporta esta región como segmento operativo desde el 2020. En estos tres últimos años el margen operativo promedio fue del 20,3% lo que la convierte en una de las regiones con mayor margen de EBIT de la compañía. Esperamos que se alcance ese margen en los próximos años y aumente a un 22% en el largo plazo.
- ❖ **Latinoamérica:** En el último año los gastos operativos en esta región aumentaron significativamente. No obstante, el aumento del 44% de las ventas en 2022 generó un efecto positivo en la relación del EBIT sobre las ventas y este aumentó a un 22,4%. A partir del 2024 esperamos un menor crecimiento en esta región por lo que proyectamos un EBIT cercano al 17% para el 2025, niveles similares al previo a la pandemia.

Además, Adidas tiene costos operacionales relacionados a sus *headquarters* y gastos centrales en marketing que no están alocados a ningún segmento operativo geográfico. En los últimos 5 años, estos representaron, en promedio, el 8,9% y el 4,1% de las ventas anuales respectivamente. Luego de calcular el EBIT de los segmentos operativos consolidados, se restan estos costos para obtener el EBIT total de Adidas. Utilizamos estos números en la proyección desde **el 2023 hasta el 2030**.

Tabla XI: Márgenes operativos en el escenario base.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EMEA	10%	15%	17%	19%	20%	20%	20%	20%
Norteamérica	7%	10%	12%	14%	14%	14%	14%	14,7%
China	10%	11%	15%	20%	25%	27%	27%	28%
Asia - Pacífico	14%	15%	17%	18%	19%	20%	21%	22%
Latinoamérica	15%	16%	17%	18%	18%	18%	18,5%	19%
Otros Negocios	15%	16%	17%	18%	18%	18%	18,5%	19%
Total	-3,8%	0,1%	2,3%	4,7%	6,2%	6,7%	6,9%	7,5%

Fuente: Elaboración propia.

➤ **Tasa impositiva**

Se utilizó la tasa impositiva efectiva promedio de los últimos 7 años del 26,59% para estimar los gastos impositivos de la empresa.

➤ **Depreciaciones y amortizaciones**

Utilizamos la relación de depreciaciones y amortizaciones sobre los activos fijos brutos para la proyección. Para el 2023 proyectamos una relación del 17% de los activos fijos brutos similar a la del 2022 porque no se esperan grandes inversiones de capital. Luego, a medida que la inversión en CapEx aumente, las depreciaciones como porcentaje del activo fijo bruto disminuirán.

➤ **Inversión en CapEx**

Podemos observar que la relación CapEx sobre ventas fue estable durante los últimos años, representando entre el 3% y el 3,5% de las ventas anuales de la compañía. Es por esta razón, que utilizamos el promedio de los últimos 7 años de un valor del 3,2% de las ventas para estimar la inversión en CapEx de Adidas en el corto plazo. A partir del año 2025, se aumenta esta relación al 4,5% en el largo plazo por los planes del *management* de aumentar la inversión en nuevos locales.

➤ **Inversión en capital de trabajo**

La relación de capital de trabajo sobre las ventas ha aumentado significativamente en los últimos años debido a grandes aumentos de los inventarios. Principalmente, estas

ineficiencias fueron generadas por problemas de distribución causados por la pandemia y el stock inmovilizado de zapatillas de la línea Yeezy. Proyectamos un ratio del 22% para el 2023 y luego esperamos que la relación baje a los niveles pre - pandemia del 17,8%.

➤ **Valor Terminal**

a. Tasa de crecimiento g

Para estimar el valor terminal, estimamos una tasa de crecimiento estable en relación con el crecimiento esperado de la economía a nivel global.

Por un lado ponderamos la tasa real de crecimiento potencial de la economía mundial a perpetuidad, la cual, según investigaciones del Banco Mundial, es del 2,2%. Como el modelo de valuación que estamos utilizando comprende datos nominales, resulta necesario añadir al crecimiento real de la economía el efecto de la inflación. En este caso, decidimos utilizar las tasas de inflación objetivo de los principales bancos centrales del mundo (Banco Central Europeo y Reserva Federal), que se encuentra alrededor del 2%. Si componemos estas dos tasas, llegamos a una tasa nominal de crecimiento esperada de la economía del 4,24%, la cual utilizaremos para el valor terminal, asumiendo que la empresa crecerá al mismo ritmo que la economía a perpetuidad.

➤ **Tasa de descuento**

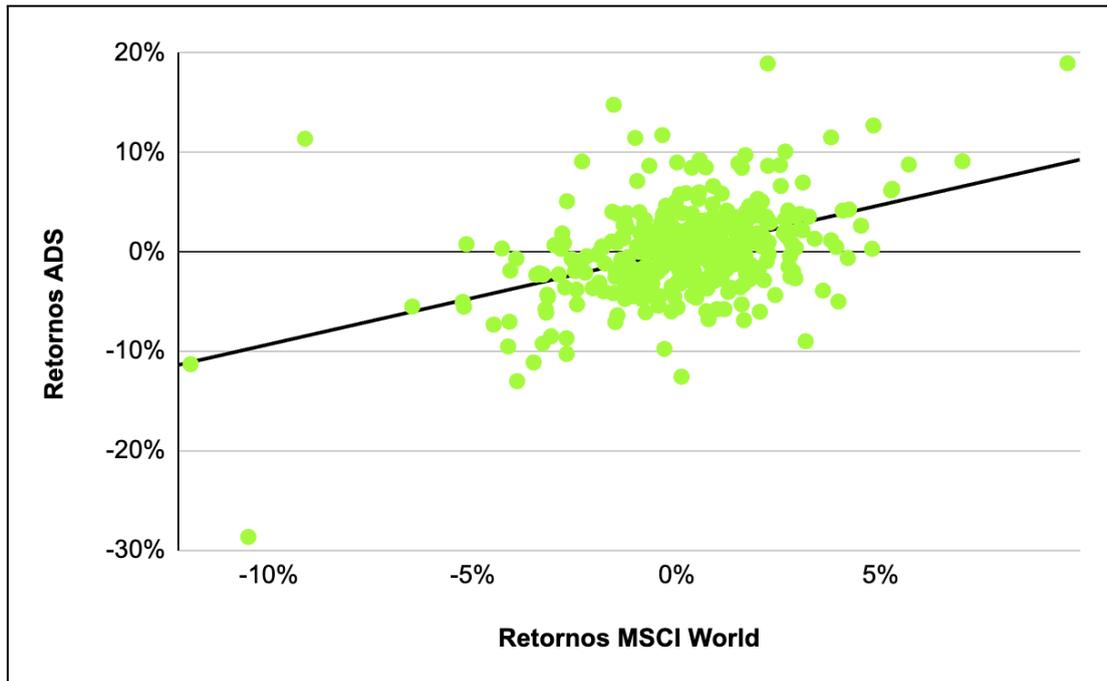
Para el cálculo de la tasa de descuento acorde a las características y riesgo de la empresa se parametrizan las variables de la siguiente manera:

a. Costo del equity (k_e)

Tasa libre de riesgo: Se utilizó la tasa de interés swap en euros a 30 años. Para mantener el principio de consistencia del modelo, la tasa libre de riesgo tiene que ser una tasa en la misma moneda que los flujos de fondos. A la fecha de valuación su valor es del 2,53%.

Beta: Para su estimación se realizó una regresión lineal de los retornos semanales de la acción de Adidas sobre los retornos del índice de mercado MSCI World en euros de los últimos 7 años. Se utilizó este índice porque Adidas es una empresa multinacional que está expuesta al riesgo de muchos países a nivel global. La pendiente de la ecuación de regresión lineal dio un valor de 0,934.

Gráfico XXXVI: Cálculo del Beta de Adidas.



Fuente: Elaboración propia con datos de Investing.com.

Prima de Riesgo: Se utilizó el promedio del rendimiento anual del MSCI World en euros de desde 1978 hasta 2022 y luego se le resta la tasa de interés swap en euros a 30 años. En este caso, se quieren capturar distintos ciclos económicos para tener una referencia de cuál es el retorno adicional requerido por los accionistas en el mercado.

$$Risk\ Premium = 10,76\% - 2,53\% = 8,23\%$$

De esta manera, podemos calcular el costo del equity:

$$K_e = 2,53\% + 0,934 * 8,23\% = 10,22\%$$

b. Costo de la deuda (kd)

El costo de la deuda de Adidas se aproximó con la tasa interna de retorno del título de deuda con mayor plazo al vencimiento a la fecha de valuación.

Tabla XII: Título de deuda de Adidas.

Bono	ADSG 0,625 10-SEP-2035 '35
TIR	3,69%
Valor Nominal	€500.000.000
Vencimiento	10/09/2035
Tasa Cupón	0,625%
Duración Modificada	11,6
ISIN	XS222462142

Fuente: Elaboración propia.

c. Costo promedio ponderado del capital

Para la ponderación del WACC se consideró el valor del equity a valores de mercado representado por la capitalización bursátil de Adidas a la fecha de la valuación. Por otro lado, se utilizó el valor total de la deuda financiera de la empresa como el valor de la deuda.

Tabla XIII: Estructura de capital de Adidas a la fecha de valuación.

	Valor en millones de €	Ponderación
Valor del equity (Market Cap)	22.752	77,9%
Valor de la deuda	6.459	22,1%

Fuente: Elaboración propia con datos de Capital IQ.

De esta forma, podemos finalizar el cálculo del **WACC** de la empresa:

$$WACC = 0,7789 * 10,22\% + 0,2211 * 3,69\% * (1 - 0,2659) = 8,56\%$$

3. Resultados Escenario Base

En el siguiente gráfico podemos observar los cálculos realizados para la obtención de los **FCFF** para los años proyectados.

Tabla XIV: Cálculo escenario base.

En millones de €	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Valor Terminal
ADIDAS									
Ventas totales	21077	23061	24513	25813	27112	28344	29636	30991	
Europa, Medio Oriente & Africa (EMEA)									
Ventas	7663	8208	8730	9248	9779	10244	10730	11240	
Margen operativo (%)	10%	15%	17%	19%	20%	20%	20%	20%	
EBIT	766	1231	1484	1757	1956	2049	2146	2248	
Norteamérica									
Ventas	5676	5959	6219	6472	6719	6976	7242	7518	
Margen operativo (%)	7%	10%	12%	14%	14%	14%	14%	15%	
EBIT	397	596	746	906	941	977	1014	1105	
China									
Ventas	3151	4097	4589	4943	5294	5644	6017	6415	
Margen operativo (%)	10%	11%	15%	20%	25%	27%	27%	28%	
EBIT	315	451	688	989	1324	1524	1625	1796	
Asia Pacífico									
Ventas	2272	2400	2506	2613	2718	2819	2924	3032	
Margen operativo (%)	14%	15%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	
EBIT	318	360	426	470	516	564	614	667	
Latinoamérica									
Ventas	2159	2236	2299	2361	2418	2472	2526	2583	
Margen operativo (%)	15%	16%	17%	18%	18%	18%	19%	19%	
EBIT	324	347	379	413	435	445	467	491	
Otros Negocios									
Ventas	155	162	170	176	183	190	197	204	
Margen operativo (%)	15%	16%	17%	18%	18%	18%	19%	19%	
EBIT	23	25	28	31	33	34	36	39	
EBIT SEGMENTOS OPERATIVOS	2144	3009	3752	4566	5205	5592	5902	6346	
Gastos atribuibles a la sede central (-)	1867	2042	2171	2286	2401	2510	2625	2745	
Gastos centrales de marketing (-)	873	956	1016	1070	1124	1175	1228	1284	
EBIT TOTAL ADIDAS	-596	11	565	1210	1680	1907	2050	2317	
Margen Operativo (%)	-3%	0%	2%	5%	6%	7%	7%	7%	
Tasa impositiva (%)	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	
Impuestos (-)	-158	3	150	322	447	507	545	616	
Depreciaciones Y Amortizaciones (+)	1360	1436	1475	1521	1673	1708	1737	1904	
CAPEX (-)	670	733	858	1033	1084	1190	1334	1395	
Inversión en capital de trabajo (-)	-972	-25	-200	175	231	219	230	241	
FCFF	1224	736	1232	1203	1591	1699	1678	1970	2053

Fuente: Elaboración propia con las estimaciones realizadas.

Una vez obtenidos los flujos de caja libres para la empresa, los descontamos utilizando el **WACC** para obtener el valor de la firma. Luego, le restamos la deuda y adicionamos la caja para obtener el valor del capital accionario. Teniendo en cuenta la cantidad de acciones en circulación a la fecha de la valuación, obtenemos un precio por acción de €149,5.

Tabla XV: Valor del capital accionario en el escenario base.

Valor de la firma	€32.276.543.617
Valor de la deuda (-)	€6.459.000.000
Caja (+)	€876.000.000
Valor del capital accionario	€26.693.543.617
Cantidad de acciones en circulación	178.500.000
Precio de la acción al 31/12/2022	€149,5

Fuente: Elaboración propia.

4. Escenarios alternativos

El precio de las acciones de las empresas suele estar dotado de cierta volatilidad, que varía según las características de la compañía, de la industria en la que se encuentra y de las regiones en las que lleva a cabo sus operaciones. Asimismo, las variables estimadas en el escenario base pueden fluctuar dentro de una amplia escala de valores. Las estimaciones son inciertas, por lo que es posible que las hipótesis planteadas en el escenario base no se verifiquen, ya sea porque éste fue demasiado pesimista, o, por el contrario, demasiado optimista.

Por estos motivos decidimos plantear dos escenarios alternativos, en los cuales se sensibilizan las variables que determinan el valor de la acción de Adidas, lo cual nos da una idea de los valores que ésta puede llegar a alcanzar según cómo varíen las condiciones que afectan a la compañía alemana. En primer lugar, presentamos el escenario optimista, el cual supone un desempeño positivo por parte de la economía en su conjunto, y de la empresa en concreto. En segundo lugar, se plantea un escenario pesimista donde se espera una recesión económica y un desempeño negativo de la compañía en los próximos años.

5. Escenario optimista

En términos de ventas, supondremos que tanto Estados Unidos como Europa lograrán estabilizar la inflación sin comprometer de gran manera la actividad económica. Por el lado de China, supondremos que la reactivación económica post pandemia será más rápida de lo prevista. En las demás regiones el crecimiento será algunos puntos por encima de lo proyectado anteriormente. En el largo plazo supondremos que la empresa logrará ganar cuota de mercado y podrá hacer valer su adquisición de ventajas competitivas a nivel global. Las ventas de este escenario se exponen a continuación.

Tabla XVI: Crecimiento de ventas en el escenario optimista.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EMEA	-5,4%	10,1%	9,4%	7,9%	7,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Norteamérica	-6,3%	8%	7,4%	6%	5,8%	4,8%	6,8%	6,8%
China	5,1%	30%	16%	9,2%	9,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Asia - Pacífico	2,4%	6,8%	5,6%	5,5%	5,2%	4,7%	4,7%	4,7%
Latinoamérica	3,3%	4,1%	3,3%	3,2%	3,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Otros Negocios	4%	5,2%	4,4%	4%	3,7%	4,7%	5,7%	6,7%
Total	-2,5%	11,6%	9%	7%	7%	6,1%	6,5%	6,7%

Fuente: Elaboración propia.

Otra de las variables que modificaremos será el margen operativo. En este caso esperamos que los márgenes se expandan de manera más rápida, gracias a la exitosa expansión del canal de ventas directo hacia el consumidor y la reducción de gastos en publicidad por el aumento en la cuota de mercado. Además, proyectamos que las zapatillas de la línea Yeezy se puedan reciclar, de manera tal que los márgenes no se vean tan severamente afectados. Los márgenes que utilizaremos se encuentran detallados seguidamente.

Tabla XVII: Márgenes operativos en el escenario optimista.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EMEA	13%	16%	18%	21%	22%	23%	25%	24%
Norteamérica	9%	11%	14%	16%	17%	17%	17%	17%
China	12%	15%	18%	23%	28%	30%	31%	33%
Asia - Pacífico	16%	17%	18%	19%	20%	22%	24%	24%
Latinoamérica	17%	18%	19%	20%	21%	20%	20%	21%
Otros Negocios	17%	18%	19%	20%	21%	20%	20%	21%
Total	0%	3%	5%	8%	9%	10%	11%	12%

Fuente: Elaboración propia.

Por otro lado, estimamos una relación de capital de trabajo sobre ventas del 20% para el 2023 y que éste disminuya a los niveles pre-pandemia en los años siguientes. Por último,

aumentamos la intensidad en CapEx al suponer que la empresa aprovechará los buenos resultados para invertir en capital y en nuevos locales.

6. Resultados escenario optimista

En el Anexo I podemos observar el cálculo realizado para el escenario optimista. Descontamos los flujos de caja de la empresa utilizando el **WACC** y repetimos el mismo cálculo para obtener el precio por acción de Adidas.

Tabla XVIII: Valor del capital accionario en el escenario optimista.

Valor de la firma	€48.912.737.655
Valor de la deuda (-)	€6.459.000.000
Caja (+)	€876.000.000
Valor del capital accionario	€43.329.737.655
Cant. de acciones en circulación	178.500.000
Precio de la acción al 31/12/2022	€242,7

Fuente: Elaboración propia.

7. Escenario pesimista

Para este escenario, se proyectó una recesión económica a nivel mundial impulsada por los efectos post - pandemia, el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania y las políticas monetarias contractivas que implementaron Europa y Estados Unidos para combatir la inflación.

De esta manera, se espera que en Estados Unidos y Europa se reduzca el nivel de actividad debido a la desaceleración en el consumo y esto afecte directamente a las ventas de Adidas. En cuanto a China, se espera que la recuperación económica se demore por la disminución de producción de las empresas que contratan mano de obra en este país. Por ende, se esperaría una reducción en las ventas de la compañía en esta región. Asia Pacífico y Latinoamérica serán regiones afectadas por el efecto *spillover* de una recesión que comienza en los países desarrollados y se traslada a estos países.

A su vez, en la industria de la ropa y calzado deportivo, se espera que Nike aumente su cuota de mercado estimulada por el mal momento que está atravesando Adidas y las complicaciones que enfrentan los competidores más pequeños para generar crecimiento en

épocas de crisis económica. En el caso de Adidas, la compañía estará limitada a invertir en CapEx, tendrá que incrementar gastos en publicidad y marketing para mantenerse competitiva y se enfrentará con problemas en sus operaciones globales por externalizar la producción en el continente asiático.

En los siguientes gráficos podemos observar la estimación del crecimiento de ventas y los márgenes operativos por segmento.

Tabla XIX: Crecimiento de ventas en el escenario pesimista

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EMEA	-15,4%	2,1%	1,4%	1,9%	1,75%	2,8%	2,8%	3,8%
Norteamérica	-16,3%	2%	0,4%	1,1%	0,82%	1,8%	1,8%	2,8%
China	-6,9%	10%	8%	2,2%	2,6%	3,6%	3,6%	5,6%
Asia - Pacífico	0,4%	2,8%	1,6%	1,5%	1,2%	1,7%	1,7%	3,2%
Latinoamérica	1,3%	2,6%	1,3%	1,2%	0,9%	0,9%	1,9%	1,9%
Otros Negocios	2%	3,2%	2,4%	2%	2,7%	2,7%	3,7%	3,7%
Total	-11,2%	3,3%	2,2%	1,6%	1,5%	2,6%	2,5%	3,6%

Fuente: Elaboración propia.

Se proyectó un escenario en el que Adidas envía a pérdida la mercadería de la línea Yeezy lo que reduce significativamente los márgenes de todas las regiones donde opera.

Tabla XX: Márgenes operativos en el escenario pesimista.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EMEA	8%	9%	11%	14%	14%	15%	17%	19%
Norteamérica	4%	7%	8%	10%	10%	11%	13%	13%
China	7%	9%	10%	13%	13%	15%	18%	20%
Asia - Pacífico	9%	11%	11%	13%	15%	16%	17%	18%
Latinoamérica	8%	9%	11%	11%	13%	13%	14%	15%
Otros Negocios	8%	9%	11%	11%	13%	13%	14%	15%
Total	-7,6%	-5,8%	-4,4%	-2,1%	-1,7%	-0,6%	1,3%	2,6%

Fuente: Elaboración propia.

8. Resultados escenario pesimista

En el Anexo II podemos observar el cálculo realizado para el escenario optimista. Descontamos los flujos de caja de la empresa utilizando el **WACC** y repetimos el mismo cálculo para obtener el precio por acción de Adidas.

Tabla XXI: Valor del capital accionario en el escenario pesimista.

Valor de la firma	€15.992.063.755
Valor de la deuda (-)	€6.459.000.000
Caja (+)	€876.000.000
Valor del capital accionario	€10.409.063.755
Cant. de acciones en circulación	178.500.000
Precio de la acción al 31/12/2022	€58,3

Fuente: Elaboración propia.

b) Enfoque de mercado

El segundo método de valuación que utilizaremos para convalidar los resultados del modelo anterior será el de los múltiplos comparables. Este enfoque otorga una perspectiva del valor de un activo relativo a otros de características similares que se encuentran cotizando en el mercado, es decir que la medida de valor deja de ser absoluta, pasando a depender del valor de otras compañías actualmente.

El modelo se lleva a cabo determinando un múltiplo que funciona como indicador del valor que el mercado les está otorgando a esas compañías en ese momento. Luego se seleccionan compañías similares a la que se intenta valorar según determinadas características financieras y fundamentales del negocio. La valuación relativa cuenta con la ventaja de ser una manera de valorar más simple que involucra menos variables a estimar, lo cual conlleva también una menor cantidad de supuestos difíciles de sostener. Con esto se deduce que los múltiplos proveen credibilidad ya que reflejan niveles de precios donde se han realizado transacciones entre compradores y vendedores.

1. Selección de múltiplos

Existe una variedad de múltiplos que pueden ser seleccionados para comparar los valores de las empresas. Es importante que éstos sean consistentes, es decir que el número del numerador se condiga con el del denominador, en términos de los reclamos que pueden llegar a tener los distintos aportantes de capital en cada una de las medidas. En este caso se eligieron los siguientes

- EV/EBITDA, es decir el que obtiene la relación entre el *Enterprise Value* de una empresa y las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones que la empresa genera en un año.
- EV/Ventas, que indica el *Enterprise Value* por cada unidad monetaria que vende en un año.

La ventaja principal del primer múltiplo radica en que permite comparar firmas con distintas estructuras de capital ya que el valor de la firma es independiente de ella. Sus principales inductores que hacen que su valor varíe entre las distintas empresas son la intensidad en el consumo de capital, el costo del capital asociado con el riesgo, y las expectativas de crecimiento futuras del sector o de la empresa en sí misma. Por otro lado, el segundo múltiplo se encuentra fuertemente influenciado por los márgenes que la empresa tenga.

2. Selección de empresas comparables

El siguiente paso es realizar una selección de empresas que resulten comparables con Adidas para poder contrastarlas utilizando las mismas bases. El término “comparable” refiere a la coincidencia en determinadas características e indicadores entre la empresa alemana y las demás que resulten elegidas. El primer filtro consiste en que las empresas sean todas de la misma industria. Luego, es recomendable que las empresas vendan productos similares entre ellas. Finalmente, se analiza si los consumidores potenciales son similares, se investiga sobre la cadena de suministro de cada una de las empresas, y se las compara por determinados indicadores financieros que determinan el valor que debería tener el múltiplo.

La selección final está compuesta por las siguientes compañías. De todas las elegidas, decidimos destacar las que creemos que se aproximan más al modelo de negocio de Adidas.

Tabla XXII: Empresas comparables con Adidas AG.

Empresa	DTC/Ingresos	Área de operaciones principal	Segmentos principales	Producción
Lululemon Athletica	44%	Norteamérica	Ropa: <i>Training, Running, Athleisure, fitness.</i>	Tercerizada en Asia.
Asics Corporation	36%	Mundial	Zapatillas: <i>running, tenis, atletismo.</i>	Tercerizada en Asia y América del sur.
FILA Holdings	29%	Corea del Sur y EEUU	Ropa y zapatillas: <i>Tenis, Running, Athleisure</i>	Tercerizada en Asia y América central.
VF Corporation	55%	Mundial	Ropa y calzado: <i>Outdoor y urban.</i>	Tercerizada alrededor de todo el mundo.
Nike, Inc	40%	Mundial	Ropa, calzado y equipamiento: <i>multideportes, running, athleisure, fitness.</i>	Tercerizada en Asia.
Under Armour, Inc	41%	Mundial	Ropa, calzado y equipamiento: <i>multideportes, running, athleisure, fitness.</i>	Tercerizada en Asia.
Puma SE	23%	Mundial	Ropa, calzado y equipamiento: <i>multideportes, running, athleisure, fitness.</i>	Tercerizada en Asia.
Adidas AG	39%	Mundial	Ropa, calzado y equipamiento: multideportes, <i>running, athleisure, fitness.</i>	Tercerizada en Asia.

Nota: Los que consideramos más similares a Adidas AG se encuentran marcados en gris.

Fuente: Elaboración propia con datos de los informes financieros de las empresas.

Las empresas que consideramos más similares a Adidas se seleccionaron según los criterios expuestos en el cuadro. Sin embargo, aquí hay que hacer una salvedad, dado que Puma tiene un porcentaje significativamente menor de sus ventas en el canal directo al consumidor. Más allá de esto, consideramos que la empresa es comparable porque tiene sus ventas distribuidas en porcentajes similares a los de Adidas, además de tener una cartera de productos también muy comparable y métodos de producción semejantes. Además, Puma se encuentra realizando esfuerzos para incentivar su canal DTC, con lo cual se espera que este porcentaje aumente en los próximos años.

3. EV/EBITDA

El primer múltiplo que analizaremos es el *Enterprise Value*/EBITDA. Hemos dicho que éste se encuentra afectado por un número de variables: el crecimiento esperado de la empresa, el riesgo de los flujos de fondos y el consumo de capital. Se entiende que este último factor resulta similar en todas las empresas de una misma industria, con lo cual su valor no será tenido en cuenta para determinar el múltiplo aplicable para valorar Adidas. Las empresas comparables y sus respectivos datos se encuentran expuestos en la siguiente tabla.

Tabla XXIII: EV/EBITDA en la industria.

Empresa	EV/EBITDA	Crecimiento ventas E2025 CAGR	Beta (5Y monthly)
Lululemon Athletica	21,4x	20,4%	1,37
Asics Corporation	15,4x	7,1%	0,96
FILA Holdings	6,7x	4,1%	0,83
VF Corporation	7,8x	3,3%	1,48
Nike, Inc	25,4x	8,3%	1,11
Under Armour, Inc	10,2x	8,8%	1,63
Puma SE	9,5x	13,3%	1,13
Mediana industria	10,2x	8,3%	1,13
Adidas AG	15-18x	2,7%	0,93

Fuente: Elaboración propia con datos de S&P Capital IQ.

Para justificar el rango de múltiplos asignado a Adidas nos apoyamos en los siguientes fundamentos. En primer lugar, debe notarse que Adidas es la empresa con menor tasa de crecimiento esperado de las que estamos analizando. Esto se debe, como hemos dicho, a una serie de problemas internos que la están afectando particularmente en estos momentos. Sin embargo, la compañía tiene los fundamentos como para ser una empresa que supere a muchos de sus competidores, dada su envergadura, base de clientes y presencia mundial. Es por ello que consideramos que el crecimiento proyectado para los próximos años no debe ser entendido como un indicador que va a permanecer constante en el tiempo, sino que se trata de un mal momento de la compañía en el corto plazo.

Si comparamos a la compañía puntualmente contra sus competidores, se pueden realizar varias consideraciones. Con relación a **Puma**, es notable que la empresa se encuentra atravesando un mejor momento que Adidas, con una rentabilidad sobre el patrimonio neto que es de las más elevadas de su historia. Sin embargo, debe notarse que, por ejemplo, Puma no resultó tan afectada por las condiciones adversas en China como Adidas por tener una menor cuota de sus ventas totales afectadas al país asiático. Tampoco tuvo grandes problemas internos, como sí tuvo Adidas con la rescisión de Yeezy.

Más adelante, debe notarse que **Puma** se encuentra algo atrasada con respecto a sus competidores en la búsqueda por aumentar la cuota de ventas directamente al consumidor, dado que éstas representan un 23% de los ingresos totales, mientras que en Adidas cuenta ya con un 39%, lo cual nos da una idea de su capacidad para generar retornos en el futuro. Una conclusión similar puede sacarse con **Under Armour**, que no se encuentra globalizada en la misma medida que Adidas, dado que sus ventas se encuentran concentradas en gran medida en los Estados Unidos, por lo que gozó de condiciones económicas favorables durante el 2022.

Por otro lado, debemos también hablar de las empresas que cuentan con múltiplos que consideramos adecuadamente más elevados que los de Adidas. En primer lugar se encuentra **Lululemon**, que si bien no la consideramos completamente comparable por tener una cartera de productos distinta a la de Adidas, pero que se encuentra afrontando un crecimiento de ventas muy elevado de manera sostenida en el tiempo gracias a su exitosa estrategia de relacionar sus productos con un estilo de vida determinado. En consecuencia, es razonable que el múltiplo de la empresa no refleje solamente el nivel de ventas actual, sino que tiene en cuenta el crecimiento que puede tener lugar en el futuro.

Por último se encuentra **Nike**, que hemos visto que tiene ventajas competitivas en la industria a nivel mundial, gracias a las que goza de retornos más elevados que la media siendo una empresa ya establecida en el mercado. Si bien sus ventas se han visto impactadas por los problemas en China, le ha ido mejor que a Adidas gracias a sus exitosos lanzamientos, y por supuesto a sus ventajas competitivas a nivel mundial. Por estos motivos creemos razonable que la empresa americana cuente con un múltiplo más elevado que Adidas.

A continuación, se expone una tabla en la cual se sensibiliza el múltiplo para apreciar cuál es el valor aproximado de la empresa según el valor de éste, y también del EBITDA que la empresa logró en el ejercicio 2022.

Tabla XXIV: Evaluación EV/EBITDA.

EV/EBITDA	15,5x	16x	16,5x	17x	17,5x
EBITDA 2022¹					
€1.860	€28.830	€29.760	€30.690	€31.620	€32.550
€1.890	€29.295	€30.240	€31.185	€32.130	€33.075
€1.920	€29.760	€30.720	€31.680	€32.640	€33.600
€1.950	€30.225	€31.200	€32.175	€33.150	€34.125
€1.980	€30.690	€31.680	€32.670	€33.660	€34.650
€2.010	€31.155	€32.160	€33.165	€34.170	€35.175

Fuente: Elaboración propia.

Esto quiere decir que la empresa debería estar valuada en un rango que va desde los €29.000 millones hasta los €35.000 millones. Tomando estos valores, podemos restar la deuda que tiene Adidas y sumarle la caja para llegar al precio del capital accionario estimado de la compañía. El siguiente cuadro representa el rango de precios.

¹ Tomando en cuenta los nuevos lineamientos de la FASB en cuanto a los arrendamientos operativos y de capital.

Tabla XXV: Precio por acción según EV/EBITDA.

EV/EBITDA	15,5x	16x	16,5x	17x	17,5x
EBITDA 2022					
€1.860	€130	€135	€141	€146	€151
€1.890	€133	€138	€143	€149	€154
€1.920	€135	€141	€146	€152	€157
€1.950	€138	€144	€149	€154	€160
€1.980	€141	€146	€152	€157	€163
€2.010	€143	€149	€155	€160	€166

Fuente: Elaboración propia.

Esto nos lleva a la conclusión de que el valor de la acción debería ser de **€130 a €166**, según el múltiplo utilizado.

4. EV/Ventas

En segundo lugar, se utilizará el múltiplo *Enterprise Value/Ventas* para estimar el valor de Adidas. A diferencia del Precio/Ventas, este múltiplo considera que las ventas son el producto de todo el activo de la compañía por lo que permite comparar empresas con distinta estructura de capital. Las principales variables que lo afectan son los márgenes de rentabilidad, cuanto mayor margen de ventas tenga Adidas, mayor será el múltiplo. Para tener una medida antes de intereses e impuestos se utilizará el margen operativo y para medir la rentabilidad neta se tendrá en cuenta el margen neto en el análisis. Además, al igual que el *Enterprise Value/EBITDA*, el crecimiento esperado de la empresa y el riesgo de los flujos de fondos son otras variables que inciden en el múltiplo.

Tabla XXVI: EV/Ventas en la industria.

Empresa	EV/Ventas	Margen Operativo (Prom. ult 5 A)	Margen Neto (Prom. ult 5 A)
Lululemon Athletica	5,5x	20,8%	14,2%
Asics Corporation	1,5x	3,2%	-0,3%
FILA Holdings	0,9x	12,2%	8,2%
VF Corporation	1,4x	11,6%	7,6%
Nike, Inc	3,9x	12,8%	9,7%
Under Armour, Inc	0,9x	2,8%	-2,9%
Puma SE	1,1x	8,5%	4,7%
Mediana industria	1,5x	11,6%	7,6%
Adidas AG	1,3-1,7x	7,7%	6,3%

Fuente: Elaboración propia con datos de S&P Capital IQ.

En adición al análisis previamente realizado, comparamos los márgenes de rentabilidad entre Adidas y las empresas similares de la industria. Por un lado, más allá de las complicaciones que tuvo Adidas en los últimos años, el margen operativo promedio está aproximadamente solo un punto porcentual debajo que el margen de **Puma**. Además, el margen neto promedio se mantiene por encima, lo cual demuestra el mayor éxito de Adidas en la transición a las ventas DTC. Asimismo, aunque **Under Armour** no estuvo impactada negativamente al igual que Adidas, sus márgenes reflejan que no tiene una estructura de costos sólida como la empresa alemana.

Por otra parte, los márgenes de **Lululemon Athletica** son superiores a los de las demás compañías, por lo que explica un múltiplo EV/Ventas elevado del 5,5. Esta empresa fundada en 1998 en Canadá lidera las ventas directas al consumidor, con el 46% de sus ingresos en el 2022.

Finalmente, de las empresas comparables, **Nike** es la que tiene mayores márgenes, por ende, un mayor múltiplo. Como mencionamos en el análisis financiero, Adidas incurre en mayores gastos en publicidad y marketing en comparación a Nike. De igual forma, esta empresa sigue siendo líder en la industria, con mayores ventajas competitivas y

lógicamente, logra atravesar los ciclos de crisis e inestabilidad sin una gran alteración en sus números.

Seguidamente, presentamos una tabla en la cual se sensibiliza el múltiplo y las ventas para poder estimar el valor aproximado de Adidas.

Tabla XXVII: Evaluación EV/Ventas.

EV/Ventas	1,3x	1,4x	1,5x	1,6x	1,7x
Ventas 2022					
€22.300	€28.990	€31.220	€33.450	€35.680	€37.910
€22.400	€29.120	€31.360	€33.600	€35.840	€38.080
€22.511	€29.264	€31.515	€33.767	€36.018	€38.269
€22.600	€29.380	€31.640	€33.900	€36.160	€38.420
€22.700	€29.510	€31.780	€34.050	€36.320	€38.590
€22.800	€29.640	€31.920	€34.200	€36.480	€38.760

Fuente: Elaboración propia.

Mediante este múltiplo obtenemos un valor del *equity* que se encuentra entre los €29.000 millones hasta los €39.000 millones. Repitiendo el mismo proceso, restamos la deuda neta de caja que tiene la empresa y conseguimos el precio por acción de Adidas.

Tabla XXVIII: Precio por acción según EV/Ventas.

EV/Ventas	1,3x	1,4x	1,5x	1,6x	1,7x
Ventas 2022					
€22.300	€131	€144	€156	€169	€181
€22.400	€132	€144	€157	€170	€182
€22.511	€133	€145	€158	€171	€183
€22.600	€133	€146	€159	€171	€184
€22.700	€134	€147	€159	€172	€185
€22.800	€135	€148	€160	€173	€186

Fuente: Elaboración propia.

De esta manera, podemos concluir que el valor de la acción debería estar entre los **€130 y €186**, según el EV/Ventas.

V. Riesgos

Debemos tener en cuenta una serie de riesgos que afectan a la empresa, concernientes a la economía en su conjunto, la industria en la que Adidas se encuentra, y la compañía en particular. Dentro de todos ellos, podemos destacar:

a) Riesgos macroeconómicos, sociopolíticos y de divisa

- Condiciones macroeconómicas: La industria de los artículos deportivos es dependiente de las condiciones en las que se encuentre la economía del país o región en el que operen. Tanto la inflación como la confianza del consumidor, el producto bruto interno, el estado de los mercados financieros y el nivel general de consumo resultan importantes para determinar el andar de la compañía.
- Divisa: las fluctuaciones en los distintos tipos de cambio afectan los resultados de toda empresa, especialmente los de aquellas que operan a nivel mundial, como Adidas, que tienen ingresos y gastos en muchas monedas diferentes. A raíz de esto, las fluctuaciones en el mercado de divisas son un factor a tener en cuenta para Adidas.
- Riesgos sociopolíticos: el entorno político de un país o región resulta determinante en la decisión de operar e invertir en éste. Los riesgos dentro de esta categoría comprenden a las guerras, cambios en los gobiernos, disturbios civiles, pandemias, expropiaciones, etc. Muchos de estos problemas deben ser considerados con especial precaución en países en vías de desarrollo.
- Asuntos regulatorios: la regulación impuesta por los gobiernos es también importante para desarrollar una actividad económica. Las restricciones arancelarias entre determinadas regiones, sanciones económicas y las regulaciones ambientales, entre otras, suelen ser las que acontecen con mayor frecuencia.

b) Riesgos relacionados con el mercado

- Alianzas estratégicas entre competidores y con vendedores mayoristas: estas alianzas pueden aumentar la capacidad de producción y de promoción de los

competidores. También podría introducir nueva competencia en la industria. Esto podría implicar problemas como por ejemplo acuerdos para realizar campañas de descuentos sostenidas en el tiempo, lo cual comprometería la rentabilidad de Adidas.

- Canales de distribución: Existe una necesidad creciente de ajustar los canales de ventas a los tiempos que corren. Los locales físicos se encuentran perdiendo cuota de mercado con respecto al *e-commerce*, con lo cual esta tendencia debe ser identificada para continuar con el proceso de transformación en ese sentido. La incapacidad para adaptarse podría resultar en excesos de inventarios, caída de márgenes y estancamiento del nivel de ventas.
- Productos y demanda de los consumidores: el éxito de Adidas depende de su habilidad para crear productos nuevos e innovadores, que respondan a las necesidades de sus clientes. Estas necesidades están sujetas a cambios constantes y muchas veces repentinos, con lo cual la compañía debe monitorear constantemente la coyuntura para anticipar las tendencias en el corto plazo.
- Riesgos relacionados con los socios comerciales: Adidas cuenta con socios estratégicos, tanto para la innovación, como para la distribución, la mercadotecnia y la producción. Estos socios pueden tener estándares y principios distintos a los que tiene la compañía alemana, los cuales podrían repercutir negativamente en el desempeño de ésta. Existe un riesgo reputacional por estar ligada a estas compañías e individuos, pero también existen riesgos si hubiere falta de alianzas, o una sobredependencia para con alguno de estos socios comerciales.

c) Otros riesgos

- Riesgos de personal: los empleados son importantes para lograr los objetivos que la empresa se propone. Es por esto que es necesaria la existencia de un ambiente que favorezca el buen desempeño de los trabajadores, siempre guiados por líderes que los incentiven. Si se fallara en esto, las aspiraciones de la empresa se verían comprometidas, dado que se generarían ineficiencias y desorganización en las diferentes áreas de la empresa.
- Riesgos relacionados con los medios: la comunicación y promoción de los productos y actividades de Adidas debe ser adecuada para no dañar su imagen y reputación. Es importante visibilizar las campañas de ayuda para la sociedad en colaboración con organizaciones no gubernamentales, así como también no se deben llevar a

cabo acciones que pudieran dañar la percepción de la marca Adidas, como sucedió con las zapatillas Yeezy en 2022.

- Riesgos relacionados con la tecnología y la ciberseguridad: el robo, la filtración o la indisponibilidad de información relevante podría conducir a daño reputacional, penas impuestas por regulaciones o ineficiencias en los procesos llevados a cabo por la empresa. Las actividades de la empresa son altamente dependientes de los sistemas electrónicos.
- Peligros: los desastres naturales, el cambio climático, congestiones en los puertos, huelgas y los ataques terroristas son algunos de los posibles problemas que configuran el riesgo operacional para la empresa. Estos problemas podrían dañar las oficinas, tiendas, centros de distribución o interrumpir los procesos llevados a cabo por la empresa, llevando a caída de márgenes, estancamiento de ventas y caída de rendimientos, entre otros posibles problemas.
- Riesgos por litigaciones: Adidas puede verse involucrada en disputas legales en distintas jurisdicciones. Estas cuestiones podrían surgir por uso indebido de propiedad intelectual y tecnologías, lo cual ocasionaría la pérdida de éstas, el pago de regalías o el retiro de determinados productos del mercado.

VI. Conclusión

En definitiva, el objeto de este trabajo es determinar si Adidas está correctamente valorada en el mercado. A la fecha de la valuación, el precio de mercado de la empresa en la bolsa alemana es de €127,5. Comparando este valor con los resultados obtenidos, podemos observar que, a pesar de la incertidumbre y los contratiempos que enfrenta Adidas en la actualidad, parece estar subvalorada con respecto a los precios alcanzados en el escenario base del DCF y en la valuación por múltiplos.

Por otra parte, la amplia fluctuación en los precios del escenario pesimista y optimista fue producto de la modificación de las variables del modelo con el objetivo de plantear dos escenarios alternativos distintos posibles. Se consideraron circunstancias adversas como favorables para los resultados financieros de Adidas. En otras palabras, se quiso demostrar cómo impacta la volatilidad de las variables en la *performance* y en el precio de la compañía.

Tabla XXIX: Resumen de los resultados obtenidos.

Método de valuación	Precio
DCF Escenario base	€149,5
DCF Escenario optimista	€242,7
DCF Escenario pesimista	€58,3
<i>Enterprise value/ EBITDA</i>	€130 - €166
<i>Enterprise value/Ventas</i>	€130 - €186

Fuente: Elaboración propia.



Anexo

Anexo I: Cálculo escenario optimista.

En millones de €	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Valor Terminal
ADIDAS									
Ventas totales	22060	24611	26839	28721	30737	32615	34781	37100	
Europa, Medio Oriente & Africa (EMEA)									
Ventas	8091	8908	9743	10515	11330	12095	12911	13782	
Margen operativo (%)	13%	16%	18%	21%	22%	23%	25%	24%	
EBIT	1052	1425	1754	2208	2493	2782	3163	3308	
Norteamérica									
Ventas	5.996	6.475	6.952	7.373	7.802	8.178	8.735	9.331	
Margen operativo (%)	9%	11%	14%	16%	17%	17%	17%	17%	
EBIT	540	712	973	1180	1287	1349	1485	1586	
China									
Ventas	3342	4345	5040	5505	6034	6553	7117	7730	
Margen operativo (%)	12%	15%	18%	23%	28%	30%	31%	33%	
EBIT	401	652	907	1266	1689	1966	2206	2551	
Asia Pacífico									
Ventas	2295	2451	2589	2731	2873	3008	3150	3299	
Margen operativo (%)	16%	17%	18%	19%	20%	22%	24%	24%	
EBIT	367	417	466	519	575	662	756	792	
Latinoamérica									
Ventas	2180	2268	2344	2419	2514	2587	2662	2740	
Margen operativo (%)	17%	18%	19%	20%	21%	20%	20%	21%	
EBIT	371	408	445	484	528	517	532	575	
Otros Negocios									
Ventas	156	164	171	178	185	193	204	218	
Margen operativo (%)	17%	18%	19%	20%	21%	20%	20%	21%	
EBIT	27	30	33	36	39	39	41	46	
EBIT SEGMENTOS OPERATIVOS	2757	3644	4578	5692	6611	7315	8184	8858	
Gastos atribuibles a la sede central	1843	2056	2243	2400	2568	2725	2906	3100	
Gastos centrales de marketing	859	958	1045	1118	1197	1270	1354	1445	
EBIT TOTAL ADIDAS GROUP	54	629	1290	2174	2845	3320	3923	4313	
Margen Operativo (%)	0%	3%	5%	8%	9%	10%	11%	12%	
Tasa impositiva (%)	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	
Impuestos (-)	14	167	343	578	757	883	1043	1147	
Depreciaciones Y Amortizaciones (+)	1365	1462	1531	1610	1804	1874	1939	2161	
CAPEX (-)	701	861	1074	1292	1383	1533	1739	1855	
Inversión en capital de trabajo (-)	-1197	-39	396	335	358	334	385	412	
FCFF	1901	1100	1009	1579	2151	2445	2695	3060	3190

Anexo II: Cálculo escenario pesimista.

En millones de €	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Valor Terminal
ADIDAS									
Ventas totales	20093	20760	21212	21557	21884	22399	22951	23776	
Europa, Medio Oriente & Africa (EMEA)									
Ventas	7236	7388	7489	7633	7767	7980	8200	8507	
Margen operativo (%)	8%	9%	11%	14%	14%	15%	17%	19%	
EBIT	579	665	824	1069	1087	1197	1394	1616	
Norteamérica									
Ventas	5.357	5.463	5.483	5.541	5.586	5.688	5.791	5.954	
Margen operativo (%)	4%	7%	8%	10%	10%	11%	13%	13%	
EBIT	214	382	439	554	559	626	753	774	
China									
Ventas	2961	3257	3517	3596	3689	3822	3960	4182	
Margen operativo (%)	7%	9%	10%	13%	13%	15%	18%	20%	
EBIT	207	293	352	467	480	573	713	836	
Asia Pacífico									
Ventas	2250	2313	2351	2386	2414	2456	2498	2578	
Margen operativo (%)	9%	11%	11%	13%	15%	16%	17%	18%	
EBIT	202	254	259	310	362	393	425	464	
Latinoamérica									
Ventas	2137	2182	2211	2237	2258	2278	2322	2367	
Margen operativo (%)	8%	9%	11%	11%	13%	13%	14%	15%	
EBIT	171	196	243	246	293	296	325	355	
Otros Negocios									
Ventas	153	158	162	165	169	174	180	187	
Margen operativo (%)	8%	9%	11%	11%	13%	13%	14%	15%	
EBIT	12	14	18	18	22	23	25	28	
EBIT SEGMENTOS OPERATIVOS	1386	1805	2134	2665	2803	3108	3635	4074	
Gastos atribuibles a la sede central	1980	2046	2091	2125	2157	2208	2262	2343	
Gastos centrales de marketing	933	964	985	1001	1016	1040	1066	1104	
EBIT TOTAL ADIDAS GROUP	-1527	-1205	-942	-461	-370	-140	307	627	
Margen Operativo (%)	-8%	-6%	-4%	-2%	-2%	-1%	1%	3%	
Tasa impositiva (%)	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	
Impuestos (-)	-406	-320	-250	-123	-98	-37	82	167	
Depreciaciones Y Amortizaciones (+)	1316	1342	1328	1315	1392	1385	1366	1457	
CAPEX (-)	402	415	467	539	547	712	730	756	
Inversión en capital de trabajo (-)	-586	-456	99	-355	-423	91	98	146	
FCFF	378	499	71	793	996	479	763	1014	1057

SanAndrés

Glosario

- **CAGR:** “Compound annual growth rate” es la tasa de crecimiento anual promedio.
- **CapEx:** “Capital Expenditures” hace referencia a las inversiones de capital, como puede ser gastos en propiedad, planta, equipo y otros activos fijos.
- **CAPM:** “Capital asset pricing model” es un modelo de valoración de activos financieros que se utiliza para calcular el rendimiento esperado por un inversor en función del riesgo que está dispuesto a asumir y el retorno del mercado.
- **DTC:** “Direct to consumer” significa directo al consumidor. Es el canal de ventas de Adidas que comprende sus tiendas *retail* y su plataforma de *e-commerce*.
- **DCF:** “Discounted Cash Flow” hace referencia al modelo de flujos de fondo descontados para valorar una empresa o proyecto de inversión.
- **EBIT:** “Earnings before interest and taxes” significa ganancias antes de intereses e impuestos. Es una medida de rentabilidad sin tener en cuenta el costo de la deuda y gastos impositivos.
- **EBITDA:** “Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization” significa ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.
- **EV:** “Enterprise Value” es decir el valor total de mercado del patrimonio neto de la empresa, más el valor contable de la deuda y menos el valor contable de la caja y equivalentes.
- **FCFF:** “Free Cash Flow to the Firm” es la estimación de los flujos de fondos libres, o percibidos, para todos los aportantes de capital de la empresa.
- **Ratio de liquidez corriente:** Se calcula dividiendo al activo corriente por el pasivo corriente.
- **ROA:** “Return on assets” es un indicador del retorno sobre los activos de la compañía.
- **ROE:** “Return on equity” es un indicador del retorno sobre el capital propio.
- **WACC:** “Weighted Average Cost of Capital” es el promedio ponderado del costo del capital de una compañía.

Bibliografía

a. Sitios

Adidas AG; <https://www.adidas-group.com/en/>

Statista; <https://es.statista.com/>

Federal Reserve Economic Data; <https://fred.stlouisfed.org/>

Fondo Monetario Internacional; <https://data.imf.org/>

S&P Capital IQ; <https://www.capitaliq.com/>

Maximize Market Research; <https://www.maximizemarketresearch.com/>

McKinsey & Company; <https://www.mckinsey.com/>

Investing.com; <https://www.investing.com/>

Banco Mundial; <https://www.worldbank.org/en/home>

Yahoo Finance; <https://finance.yahoo.com/>

Fortune Business Insights; <https://www.fortunebusinessinsights.com/>

b. Estados contables

Adidas AG Reporte Anual 2014 a 2022

Lululemon Athletica 10K 2022

Nike, Inc 10K 2022

VF Corporation 10K 2022

Under Armour Inc 10K 2022

FILA Holdings Annual Report 2022

Asics Corporation Annual Report 2022

Puma SE Annual Report 2022

c. Bibliografía Específica

Allen, F., Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2011). *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill/Irwin.

Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. John Wiley & Sons.

Fabozzi, F. J. (2007). *Fixed income analysis*. John Wiley & Sons.

Porter, M. E. (1991). *Ventaja competitiva: creación y sostenimiento de un desempeño superior*. Compañía Editorial Continental.



Universidad de
San Andrés