



**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Negocios**

**Maestría en Finanzas**

***Valuación Under Armour, Inc.***

**Autor: Federico Agustín Lo Nostro**

**DNI: 38.617.409**

**Director de Trabajo final de Graduación: Fabián Bello**

**Ciudad de Buenos Aires, Noviembre 2023**



*Universidad de San Andrés*

*Escuela de Administración y Negocios*

*Magister en Finanzas*

*Valuación Under Armour, Inc.*



Autor: Federico Agustín Lo Nostro

DNI: 38.617.409

Director de Trabajo final de Graduación: *Fabián Bello*

Ciudad de Buenos Aires, Noviembre 2023

## Índice:

<b>Resumen Ejecutivo:</b> .....	<b>4</b>
<b>Glosario</b> .....	<b>6</b>
<b>1. Descripción del Negocio:</b> .....	<b>10</b>
<b>1.1 Breve Historia:</b> .....	<b>10</b>
<b>1.2 Dimensión del Negocio:</b> .....	<b>13</b>
<b>1.3 Cartera de Productos:</b> .....	<b>16</b>
1.3.1 Vestimenta: .....	17
1.3.2 Calzado: .....	18
1.3.3 Accesorios:.....	19
1.3.4 Licencias: .....	19
1.3.5 Aplicaciones de Fitness: .....	20
<b>1.4 Segmentos Operativos:</b> .....	<b>21</b>
1.4.1 Norteamérica:.....	22
1.4.2 EMEA:.....	22
1.4.3 Asia-Pacífico: .....	23
1.4.4 Latinoamérica: .....	23
<b>1.5 Capital Accionario:</b> .....	<b>26</b>
<b>2. Análisis de la Industria</b> .....	<b>30</b>
2.1 Características: .....	30
2.2 Participación de Mercado: .....	31
2.3 Competidores:.....	34
2.4 Tendencias de la Industria .....	37
2.5 Análisis Competitivo .....	38
<b>3. Análisis Financiero</b> .....	<b>39</b>
3.1 Indicadores de Rentabilidad .....	39
3.2 Estructura de Capital .....	46
3.3 Indicadores de Gestión Operativa .....	48
3.4 Deuda Financiera.....	51
3.5 Indicadores de Liquidez .....	56
<b>4. Valuación por Flujo de Fondos Descontados (DCF – Discounted Cash Flows)</b> 57	
4.1 Lineamientos Preliminares .....	57
4.1.1 Flujos de Fondo Disponibles para la Firma .....	60
4.1.2 Proyección de Ventas .....	61
4.1.3 Proyección de Márgenes.....	64

4.1.4 Depreciaciones y Amortizaciones .....	67
4.1.5 Impuestos.....	68
4.1.6 Capital de Trabajo .....	69
4.1.7 Inversiones en Bienes de Capital .....	69
4.1.8 Valor Terminal.....	70
<b>4.2 Tasa de descuento .....</b>	<b>72</b>
4.2.1 Costo del capital Propio (Ke) .....	73
4.2.2 Costo de la Deuda.....	77
4.2.3 Estructura de Capital.....	78
4.2.4 Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC).....	78
<b>4.3 Resultado por valuación de Flujo de Fondos Descontados (DCF) .....</b>	<b>79</b>
4.3.1 Escenario Base.....	79
4.3.2 Escenario Optimista.....	81
4.3.3 Escenario Pesimista.....	82
4.3.4 Análisis de Sensibilidad.....	83
<b>5. Valuación por Múltiplos.....</b>	<b>85</b>
<b>6. Conclusiones .....</b>	<b>89</b>
<b>7. Bibliografía .....</b>	<b>91</b>
7.1 Académica .....	91
7.2 Artículos, Informes y Reportes .....	91
7.3 Páginas Web.....	93
<b>8. Anexos .....</b>	<b>94</b>
Anexo A: Flujo de Fondos disponible para la firma, Escenario Base.....	94
Anexo B: Flujo de Fondos disponible para la firma, Escenario Optimista.....	95
Anexo C: Flujo de Fondos disponible para la firma, Escenario Pesimista .....	96

## *Resumen Ejecutivo:*

*El objetivo del presente informe es estimar el valor accionario de la compañía internacional Under Armour Inc, tomando como fecha de valuación el 31 de diciembre del 2022. La compañía estadounidense, se dedica a comercializar indumentaria deportiva y urbana que consiste de vestimenta, calzado y accesorios para hombres, mujeres y niños.*

*Under Armour Inc. salió a la bolsa en el año 2005 en Estados Unidos por primera vez bajo las siglas "UARM" y fue la única compañía estadounidense en duplicar su valor en el primer día de trading. En el año 2006, Under Armour ocupó un 23% de la cuota de mercado estadounidense de calzado deportivo y se convirtió en el principal proveedor de calzado de los equipos de futbol americano.*

*Para comenzar con el trabajo de investigación, se lleva a cabo la presentación de la descripción de la empresa y la dimensión del negocio. Luego, se procede a analizar la industria en la cual se encuentra inmersa la empresa y se expone a los principales competidores de la marca, teniendo en cuenta el posicionamiento de Under Armour y cuáles son los objetivos y expectativas esperados para el mediano y largo plazo de la gerencia corporativa. Finalmente, se evalúa la empresa según el análisis económico propuesto, tomando como referencia no sólo los diferentes indicadores financieros, operativos y de rentabilidad, sino que también las diferencias encontradas tomando como base diferentes años y competidores de la industria.*

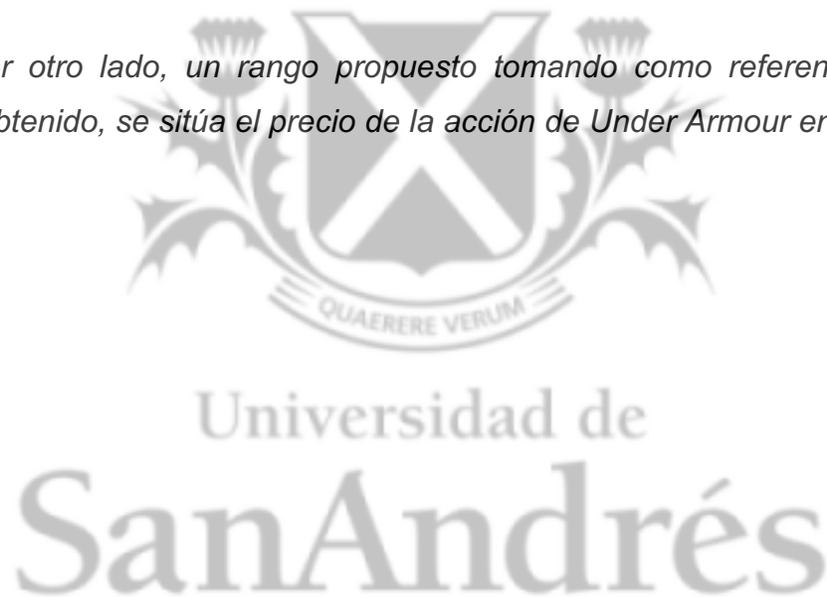
*La valuación de la empresa se lleva a cabo a través de 2 metodologías diferentes: Por un lado se utiliza el método de Flujo de Fondos Descontados mientras que por otro lado se utiliza paralelamente la metodología de la Valuación por múltiplos, por la cual se arriba a diferentes resultados.*

*En el caso del primer método utilizado, se realiza una proyección del Flujo de Fondos de la compañía por 5 años y se aplica una tasa de descuento que consta del Costo Promedio*

*Ponderado de Capital (WACC), estimado a través del “Capital Asset Pricing Model” (CAPM). El valor obtenido luego de implementar dicho enfoque es de USD 10,1 por acción.*

*Con respecto a la valuación por múltiplos o valuación relativa, se lleva a cabo una comparación con activos similares en un momento determinado utilizando como indicador de referencia el EV/EBITDA. Tomando como comparables empresas de la misma industria con características muy similares, más específicamente tomando a Adidas como empresa comparable dada la similitud de parámetros que comparte con Under Armour, se obtiene un valor ajustado del precio de la acción de USD 13,9.*

*Utilizando, por otro lado, un rango propuesto tomando como referencia el ratio de EV/EBITDA obtenido, se sitúa el precio de la acción de Under Armour entre los USD 12 y USD 15,8.*



## **Glosario**

**AMEA:** África, Oriente Medio y Asia.

**Bearish:** Concepto que hace referencia a la creencia o tendencia sobre un mercado, activo o instrumento financiero que va a experimentar una trayectoria bajista.

**CAGR:** Del inglés, *compound average growth rate*, representa a la tasa promedio de crecimiento anual compuesto.

**Capitalización de Mercado:** Medida económica del capital de una empresa. Se obtiene a través de calcular el precio de la acción en un momento determinado multiplicado por el número de acciones emitidas de una empresa.

**CAPEX:** Del inglés, *Capital Expenditures*. Hace referencia a las inversiones de capital.

**CAPM:** Del inglés, *Capital Asset Pricing Model*. Hace referencia a un modelo por el cual se valúan activos, desarrollado por Litner y Sharpe, por el cual se puede estimar el rendimiento que se requiere con respecto a un activo financiero.

**ColdGear:** Hace referencia a la tecnología utilizada en indumentaria para los ambientes fríos o para actividades de bajas temperaturas.

**Covenants:** Palabra en inglés que hace referencia a los acuerdos financieros que se pactan de antemano en un contrato o arreglo entre dos o más partes.

**COVID-19:** Enfermedad propagada en el 2019 que desató una pandemia mundial. Hace referencia al virus también conocido como SARS-CoV-2.

**DCF:** Del inglés, *Discounted Cash Flow*. Hace referencia a los flujos de fondos descontados. A través de esta metodología se valúan proyectos o empresas a futuro descontando los flujos de fondo futuros con una tasa específica.

**EBIT:** Del inglés, *Earnings Before Interests and Taxes*. Hace referencia principalmente a las ganancias de un período determinado antes de los intereses e impuestos.

**EBITDA:** Del inglés, *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations*. Hace referencia principalmente a las ganancias de un período determinado antes de los intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

**E-Commerce:** Venta de productos o servicios a través de internet.

**EMEA:** Europa, Oriente Medio y África.

**EPS:** Del inglés, *Earnings per Share*. Hace referencia a las ganancias por acción.

**ETF:** Del inglés, *Exchange traded-fund*. Consta de un fondo de inversión que se negocia principalmente en el mercado de valor secundario.

**EV:** Del inglés, *Enterprise Value*. Hace referencia al valor total de una empresa.

**FCFF:** Del inglés, *Free Cash Flow to the Firm*. Es el flujo de fondos disponible para la empresa o firma.

**HeatGear:** Hace referencia a la tecnología utilizada en indumentaria para los ambientes cálidos o para actividades de altas temperaturas.

**IAS:** Del inglés, *International Accounting Standards*. Hace referencia a una serie de estándares contables que se tomaban en cuenta antes de existir los estándares IFRS impuestos a partir del 2001.

**Kd:** Costo de la deuda. Es el costo que asume la firma frente a tomar deuda financiera. La misma se representa como una tasa de interés.

**Ke:** Costo del capital o costo del equity. Es la tasa requerida por los accionistas de una firma determinada.

**NBA:** Del inglés, National Basketball Association, hace referencia a una liga privada de baloncesto profesional que se disputa en los Estados Unidos de América desde 1949, cuando se fusionaron las ligas profesionales National Basketball League y Basketball Association of America.

**NIIF:** Hace referencia a las normas internacionales de información financiera y a los estándares contables internacionales.

**NOPAT:** Del inglés, Net Operating Profit After Taxes. Hace referencia a la utilidad operativa luego de impuestos.

**OPEX:** Del inglés, *Operational Expenditures*. Hace referencia a los gastos operativos.

**Retail:** Hace referencia a la venta minorista.

**ROA:** Del inglés, Return on Assets. Hace referencia al retorno sobre los activos totales. Se calcula como el cociente entre el EBIT y el total de activos.

**ROE:** Del inglés, Return on Equity. Hace referencia al retorno sobre patrimonio neto o capital. Se calcula como el cociente entre la ganancia neta de la compañía y el patrimonio neto.

**ROIC:** Del inglés, *Return on Invested Capital*. Hace referencia al retorno sobre el capital invertido.

**SEC:** Del inglés, *Securities and Exchange Comision*. Hace referencia a la comisión de bolsa y de valores que protege a los inversionistas y mantiene la integridad del mercado de valores.

**SFIA:** Del inglés, *Sports & Fitness Industry Association*, hace referencia a la asociación de deportes y fitness que promueve la participación en los mismos y brinda información y estadísticas históricas e innovadoras.

**The Shorty:** Hace referencia al primer modelo de remeras introducido por la marca Under Armour en el mercado.

**TIR:** Tasa interna de retorno. Hace referencia a la tasa de descuento que resulta en cero su valor presente neto.

**UA:** Under Armour.

**USD:** Código ISO 4217 para el dólar estadounidense. Hace referencia a la moneda de curso legal de Estados Unidos de América.

**WACC:** Del inglés, *Weighted Average Cost of Capital*. Es el costo promedio ponderado del capital.

**WK:** Del inglés, Working Capital. Hace referencia al capital de trabajo neto.

**YTM:** Del inglés, Yield to Maturity. Hace referencia a la tasa interna de retorno teórica que paga un activo que se adquiere al día de hoy, suponiendo que se mantiene el mismo hasta su vencimiento.

## **1. Descripción del Negocio:**

### **1.1 Breve Historia:**

La empresa Under Armour Inc. fue fundada en Maryland, Estados Unidos en 1996 por Kevin Plank, luego de mudarse del sótano de la casa de su abuela en Washington D.C., donde arrancó con el emprendimiento. La marca fue inspirada por el quarterback de 23 años de la Universidad de Maryland luego de terminar de jugar al fútbol americano reiteradas veces y sentir la necesidad de una camiseta que absorbiera mejor la humedad a través de una tela de calidad superior.

De esta manera, el creador de la marca crea la camiseta que comenzó todo, el prototipo #0037, también conocida como “The shorty”, implementando por primera vez lo que van a llamar como tecnología HeatGear®, la cual luego se irá desarrollando para sumar otros tipos de tecnología e innovación tal como ColdGear® Reactor, UA-ISO-Chill®, UA Rush®, UA Smartform® & UA Storm®.

A partir del 1998, el fundador comenzó a redimensionar su empresa al convertir su pequeño taller del sótano de la casa de su madre en oficinas de gran calibre con un depósito situados en Baltimore, Maryland.

Luego de sus exitosos primeros años, la empresa dió un gran salto y comenzó a cotizar en la bolsa de los Estados Unidos de América en noviembre del año 2005. A través de esta acción, Under Armour comenzó a figurar en el NASDAQ bajo las siglas “UARM” convirtiéndose en una de las acciones más populares en aquel entonces dado a su éxito rotundo.

Desde su ingreso en la bolsa, la compañía tuvo incrementos importantes en sus ventas y llegó de esta forma a poder superar los mil millones de USD para el año 2010. Lo que había comenzado como un nicho para deportistas universitarios se habría convertido en una marca que vestían personas de todas las edades para diferentes propósitos.

Luego de las mejoras tecnológicas y los saltos de calidad que realizó la marca en los últimos años, ocurre un cambio dentro del cargo mayor, donde Patrick Frisk asume como CEO y presidente de la compañía, para darle un enfoque diferente y continuar con el éxito precedente que se observó incluso luego de diferentes crisis.

La empresa comienza a invertir en las aplicaciones digitales particularmente para teléfonos para crear un vínculo más cercano con los clientes y acierta con esta decisión luego de presenciar la pandemia global que mantiene al mundo aislado y más sedentario dadas las restricciones aplicadas.

Por otro lado, la compañía se asocia con fuertes figuras deportivas para afianzar la marca y para darle sentido de identidad, además de incentivar a los jóvenes y atletas a seguir adheridos a las novedades que se presentan cada temporada con el avance de la tecnología y con las nuevas campañas propuestas.

A continuación, se puede observar una breve línea temporal con los acontecimientos que más marcaron la historia de Under Armour hasta el día de hoy:

Universidad de  
**San Andrés**

**1996**

Nace la marca "Under Armour Inc" luego que su fundador Kevin Plank diseñe el prototipo #0037 o "The Shorty"

**1998**

Kevin Plank abandona su pequeño taller situado en la casa de su madre para abrir una sede principal con deposito en Maryland

**2003**

Se presenta el primer comercial de la marca, dando hincapie en el concepto de la "Voluntad" como valor fundamental

**2005**

Under Armour comienza a cotizar en el NASDAQ bajo las siglas "UARM" y duplica su valor ese mismo dia.

**2006**

La empresa comienza a comercializar calzado centrandose en el futbol americano y logra un 23% de cuota de mercado, siendo el principal proveedor de la NFL.

**2007**

La marca abre la primer tienda de Retail en Annapolis, Maryland

**2010**

Tras cuadruplicar sus ventas en un periodo de 5 años seguidos, la compañía cruza el umbral de 1 billón de dólares desde sus comienzos en 1996.

**2015**

La compañía adquiere aplicaciones de salud y bienestar tales como "Map my Run", "Endomondo" y "My Fitness Pal" creando así una de las redes de fitness más grandes del mundo

**2018**

El sector de calzado revoluciona el mercado con el producto "Hovr" el cual implementa tecnología de vanguardia con características únicas.

**2020**

Dada su excelencia operacional, asume Patrick Frisk como CEO y Presidente de la compañía, luego de haber ingresado como COO y presidente en el año 2017,

**2020**

La marca Under Armour se asocia con el jugador de la NBA "Stephen Curry", creando una nueva marca denominada "Curry Brand"

**2022**

La empresa lanza una campaña a favor de hacer llegar el deporte a todos los jóvenes, comprometiéndose a mejorar y cumplir al menos hasta el 2030.

## 1.2 Dimensión del Negocio:

Para el 31 de diciembre del 2022, la compañía Under Armour Inc. contó con un total aproximado de 15.000 empleados a nivel mundial, que incluyen aproximadamente a 10.000 empleados que corresponden a los locales de la marca y las fábricas de indumentaria, y alrededor de unos 1.400 en los centros de distribución.

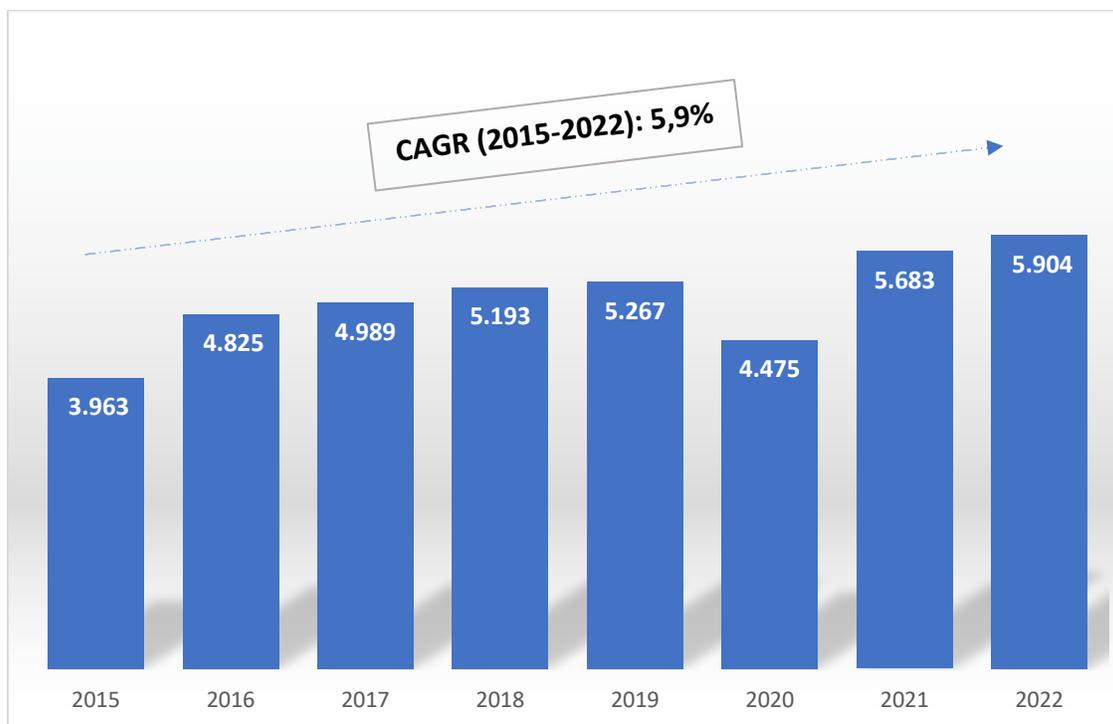
Dentro del total de empleados que poseía la empresa en ese momento determinado, un total de 7.400 trabajaban a tiempo completo. De los aproximados 7.400 empleados que trabajaban a tiempo medio, un 6% eran contratados por temporada.

Por otro lado, del total global de empleados, el 53% de los mismos eran de género femenino y 47% masculino, donde las mujeres representaban un 42% de los puestos de “Directores” en adelante.

Con respecto a las ventas, Under Armour cuenta con una amplia variedad de canales principales de venta: Ventas al por mayor, a través de minoristas especiales y específicos, cadena de locales, locales de única marca en mercados internacionales, ligas y equipos deportivos.

Tomando como referencia las ventas de los últimos 7 años, nos podemos encontrar con una tasa de crecimiento compuesto de 5,9% y un incremento constante que se ve afectado principalmente durante el año 2020:

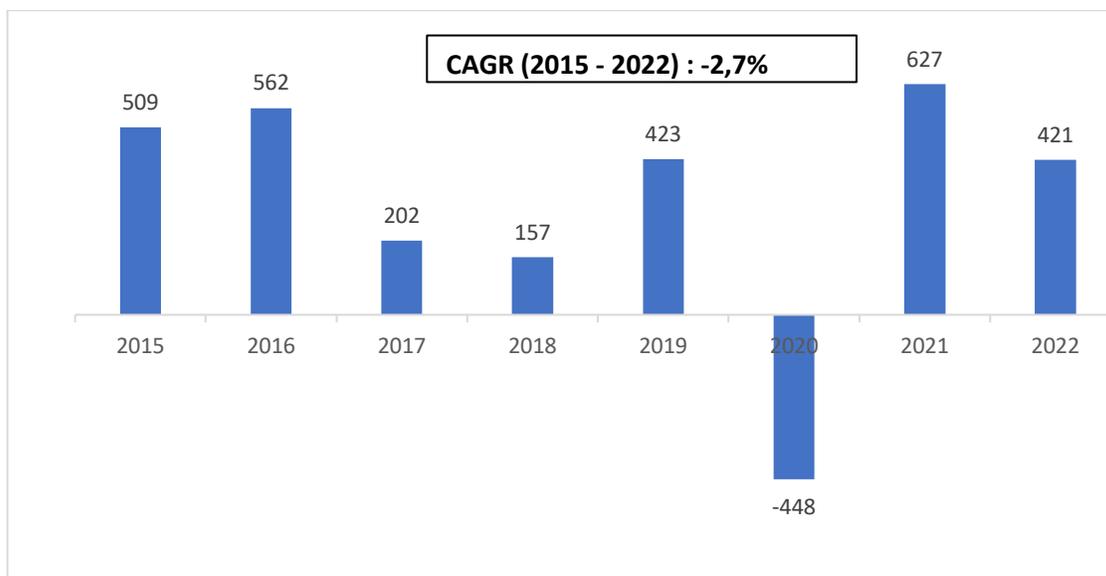
**Gráfico N°1: Evolución de las Ventas totales de Under Armour Inc, 2015-2022 (en millones de USD)**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022

El principal canal de ventas está relacionado con el canal de ventas al por mayor que representan un 59% del volumen de las ventas, mientras que luego se encuentran las ventas directas al consumidor con un 38% y el 2% restante corresponde a las licencias. Por otro lado, analizando los márgenes brutos y los costos de mercadería vendida en el lapso de los últimos 7 años, nos encontramos con una tendencia creciente con respecto a los márgenes, pero una clara reducción de costos e ingresos en detrimento a los demás años en el 2020, atribuido en parte de la crisis ocasionada por el SarS-CoV-2 que deprimió los márgenes y los costos en consecuencia, distorsionando la tendencia de los años anteriores.

**Gráfico N°2: Evolución del EBITDA de Under Armour Inc, 2015-2022 (en millones de USD)**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022

En el caso del EBITDA, podemos observar una tendencia de oscilación en términos generales, sin embargo, al igual que las ventas, durante el año 2020 se sufre una fuerte caída llevando a valores negativos al EBITDA y creando una distorsión determinante en el gráfico.

Por otro lado, cabe destacar que el valor del EBITDA luego del 2020 remonta a valores hasta más altos que los años anteriores, por lo que la tendencia de incremento puede presenciarse para los últimos años de la empresa en detrimento de los resultados vistos para los años 2017 y 2018, donde la empresa tuvo que afrontar costos de restructuración y donde las campañas de crecimiento no se presentaron como se esperaba.

La tasa de crecimiento anual compuesta nos permite observar que la tendencia a crecimiento es baja desde el último año en comparación al primero. Sin embargo, hay que tener en cuenta que en un período donde las oscilaciones se vieron muy presentes, utilizar el CAGR como punto de referencia no es estrictamente determinante.

Otro parámetro importante a tener en cuenta, es que tomando como referencia el año 2015, año donde las expectativas de crecimiento y ventas fueron buenos y el valor de la acción de Under Armour alcanzó su valor máximo de 52,6 USD por acción, se puede visualizar que desde el año 2020 se pueden ver mejoras y una aspiración a cambiar el rumbo del futuro dado el repunte de las ventas y los márgenes.

### **1.3 Cartera de Productos:**

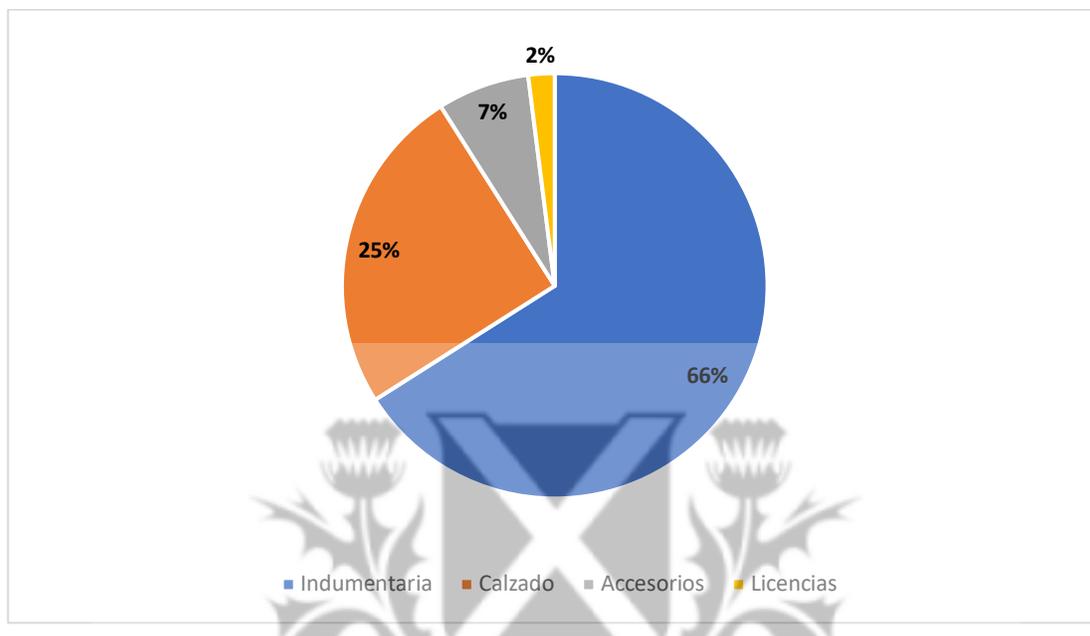
Los principales productos que ofrece Under Armour inc. están relacionados con la vestimenta, calzado y accesorios deportivos y urbanos para hombres, mujeres y niños. El negocio principal de la marca está relacionado con el desarrollo, el marketing y la distribución de la marca para ser comercializada alrededor del mundo y para crear conciencia de las novedades que los productos ofrecen en materia de tecnología, innovación y adaptabilidad acorde a las diferentes condiciones climáticas y tipo de usabilidad que pueden ofrecer.

Los principales ingresos que genera la empresa están relacionados principalmente con la venta de productos a nivel global y nacional, teniendo como principales distribuidores a mayoristas independientes y distribuidores de especialidad. Por otro lado, se ofrece la venta de los productos a través de canales directos al consumidor que se puede aplicar gracias a la fábrica, locales de la marca y el e-commerce, que ofrece atención personalizada y envíos dependiendo la localidad y alcance.

En los años siguientes, la marca contempla dentro de sus planes realizar una mayor expansión a nivel internacional para poder brindar sus productos a una cantidad de países más extensa siempre tomando como referencia las ventajas competitivas que le pueda brindar en contraposición a la competencia.

Para fines del año 2022, la venta de vestimenta representaba un 66% de las ventas, el calzado un 25% y los accesorios un 7%. El 2% restante, por otro lado, correspondía a licencias otorgadas:

**Gráfico N°3: Porcentaje de Ventas de Under Armour Inc según categoría de producto, 2022**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2022

### **1.3.1 Vestimenta:**

Los productos relacionados con la vestimenta se dividen en diferentes tipos: los productos de compresión (tight fit), fitted (atlético o al cuerpo) y suelto (relaxed fit). A la vez, estas categorías son comercializados como productos deportivos, de uso al aire libre y mercados de uso activos. Los principales clientes target son los atletas, a pesar de tener diferentes secciones para todo tipo de público. Algunas de las características principales de la vestimenta que tiene la marca radica en que se intenta ajustar los modelos y estilos para que no sólo mantengan una estética única de la marca, sino que también puedan soportar el constante movimiento, la regulación de la temperatura y el clima externo.

Dentro de los objetivos que se encuentran dentro de la misión de la marca, se encuentra el deseo por mejorar la performance de los atletas, y esto mismo lograrlo a través de la

constante mejora de la innovación y la prueba y error. Además, resulta importante para los creadores de la vestimenta tener en cuenta diferentes tipos de cuerpos y costumbres para moldear sus productos para cada uno de ellos sin perder su esencia.

Por otro lado, la empresa se decidió por categorizar sus productos según la temporada o clima para el cual son útiles. Dentro de estas categorías nos encontramos por ejemplo con “Heatgear”, productos de microfibra específicos para temperaturas altas que se encargan de mantener el cuerpo fresco. Por otro lado, nos encontramos con los productos categorizados dentro del “Coldgear”, diseñados particularmente para temperaturas bajas y lugares físicos de mucha humedad. Por último, se puede apreciar los productos dentro de la categoría “AllSeasonGear”, los cuales son más híbridos para ser usados en partes del mundo donde las temperaturas no son extremas y donde no se requiere de un cuidado especial.

### **1.3.2 Calzado:**

El calzado por su lado, fue una sección de productos introducido posteriormente en el año 2006. Estos mismos incluyen productos para deportes tales como el basquetbol, running, entrenamiento de alto rendimiento, recuperación y deportes al aire libre. Su principal objetivo es proveer a los atletas de un calzado que brinda tecnología de gran nivel para mejorar la performance y contar con mayor ligereza para llevar a cabo diferentes actividades.

Dentro de esta sección, la marca ha registrado diferentes tecnologías que aplicaron para mejorar la comodidad y el deseo de cada cliente acorde a las necesidades y críticas que se iban presentando con el tiempo.

Algunas de las tecnologías que registró la marca y que permitió diferenciarse de su competencia en ciertos ámbitos deportivos son por ejemplo Charged Cushioning®, UA Flow™, HOVR™ y UA Micro G®.

Una de las últimas tecnologías que se implementó para aportar a la misión de la empresa fue la de “HOVR” en el año 2018. Este sistema fue diseñado principalmente para crear en los atletas una sensación de acolchonamiento y rebote suave que se representa como una absorción de impacto que se compara con la gravedad cero. Esto apunta no sólo a resolver el problema de incomodidad que a veces sufren los atletas al practicar un deporte, sino que también indirectamente mejora la salud de los atletas al disminuir la probabilidad de lesiones frente al impacto que implica la repetición del golpe de los pies contra el asfalto o superficie al practicar un deporte.

### **1.3.3 Accesorios:**

Los accesorios incluyen principalmente la venta de guantes, mochilas, mascararas deportivas y otros tipos de complementos deportivos importantes para desarrollar la actividad. En un comienzo estos accesorios no eran de suma importancia para la marca pero con el pasar del tiempo se comenzó a complementar su uso junto a los productos principales de la marca para que genere mejores ingresos.

Para mantener una misma gama y una idea centralizada, se implementó la misma tecnología e innovación que se aplicaron en los productos más comercializados hacia los accesorios para generar no solo la idea de superioridad en comparación a los competidores, pero también una cierta idea que consta de la necesidad de compra por parte de los consumidores para complementar con otros productos, tal como se menciona anteriormente.

### **1.3.4 Licencias:**

Dentro de la marca Under Armour, se encuentran presentes diferentes acuerdos con licenciatarios para que puedan desarrollar todos los productos que provee con el fin de mantener los estándares de calidad, auditoría, marketing y ventas. Entre los productos que ofrecían licencias, nos encontramos con productos tales como vestimenta colegial,

infantil y adolescente, uniformes de equipos, medias, botellas de diseño, lentes y equipamiento específico.

La empresa puso empeño durante los últimos años a firmar con instituciones deportivas y educativas con el propósito de captar a nichos específicos que involucran a los jóvenes con el fin de no sólo comercializar sus productos, sino que también aportan a uno de sus eslogan que impulsa a los jóvenes a involucrarse en el deporte como una práctica sana y beneficiosa.

### **1.3.5 Aplicaciones de Fitness:**

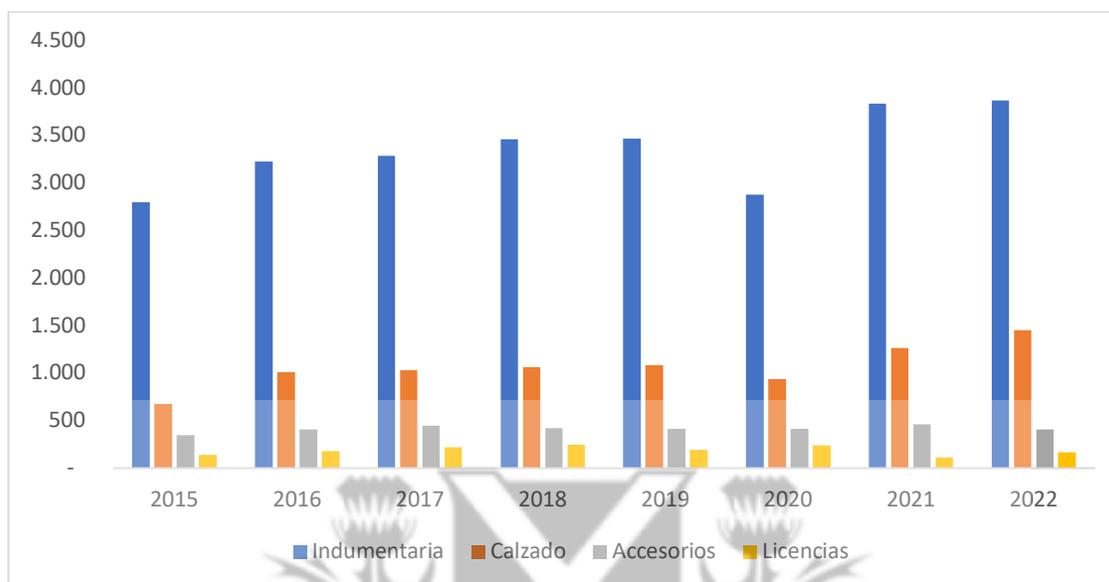
En diciembre del 2013 la compañía expandió sus horizontes al adquirir “Map My Fitness” aplicación digital que ofrece licencias y suscripciones fitness, además de contar con publicidad.

Con el pasar del tiempo complementaron esta adquisición con dos aplicaciones más denominadas “Endomondo” y “My Fitness Pal” que ayudaría a la marca a posicionarse entre los mejores con respecto a comunidades digitales de fitness y wellness.

Luego de describir todos los segmentos en los que comercializa Under Armour, podemos observar la evolución de los mismos con el pasar de los años. Se va a notar considerablemente la diferencia que se encuentra entre las ventas de indumentaria con el calzado. Sin embargo, las ventas de calzado han aumentado considerablemente previo al 2015, entre otras cosas, por afianzar estrellas del basquetbol como Stephen Curry que promocionarían la marca y generarían un incremento en ventas estimado del 64% para el primer cuarto del 2016.

A continuación podemos observar esta evolución de ventas por segmento tanto gráficamente como por valores:

**Gráfico N°4: Evolución de ventas según segmento, 2015 – 2022 (en millones de USD)**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022

**Tabla N°1: Evolución de ventas según segmento, 2015 – 2022 (en millones de USD)**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Indumentaria	2.801	3.229	3.287	3.462	3.470	2.884	3.841	3.872
Calzado	678	1.011	1.031	1.063	1.087	934	1.264	1.455
Accesorios	347	407	446	422	416	414	462	409
Licencias	138	179	218	245	194	244	116	168
<b>Total</b>	<b>3.963</b>	<b>4.825</b>	<b>4.982</b>	<b>5.193</b>	<b>5.167</b>	<b>4.476</b>	<b>5.684</b>	<b>5.904</b>

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022

#### 1.4 Segmentos Operativos:

La marca Under Armour nació en los Estados Unidos de América y llevó a cabo sus principales operaciones en el estado de Maryland y luego Washington D.C. Tras haber experimentado el éxito local en los primeros años de su trayectoria, la marca comenzó a

expandirse, abriendo locales de retail en otros continentes del mundo y expandiendo su comercialización para llegar a diferentes partes.

Esta expansión no significó solo un movimiento geográfico, sino que también involucró un mayor análisis e investigación para poder adaptar o mejorar los productos producidos acorde al clima o condiciones que representaban los nuevos territorios, culturas y las necesidades de los atletas.

Hoy en día, el negocio principal de la marca opera en 4 segmentos geográficos: Norteamérica, compuesta por Estados Unidos de América y Canadá, EMEA, compuesto por Europa, Medio oriente y África, Asia-Pacífico y América Latina.

#### **1.4.1 Norteamérica:**

Los productos se venden principalmente a través de los canales de venta al por mayor y locales de venta directa al consumidor. Las ventas directas y al por mayor se llevan a cabo principalmente a través de los locales de retail y del e-commerce. Para fines del 2022, la marca poseía un total de 176 locales de retail ubicados en centros de Outlet y otros 18 locales entre Estados Unidos y Canadá.

Los depósitos que distribuyen los productos locales hacia las tiendas y clientes directos se encuentran principalmente en California, Maryland y Tennessee. La logística se lleva a cabo por empresas tercerizadas ubicadas en Canadá, New Jersey y Florida.

#### **1.4.2 EMEA:**

Las ventas se llevan a cabo al por mayor y a través de distribuidores independientes que tienen arreglos con la marca. Por otro lado se encuentra la venta directa a través de la página web y los locales de retail ubicados en lugares estratégicos principalmente de Europa. Una particularidad de este mercado es la venta a equipos deportivos y clubes.

La logística se encuentra conectada por proveedores tercerizados que se encuentran principalmente en los Países Bajos, conectados con un depósito principal en el Reino Unido.

En el caso de Oriente Medio, África y Rusia, los productos son comercializados por distribuidores independientes.

#### **1.4.3 Asia-Pacífico:**

Los principales países donde se comercializa la vestimenta, calzado y accesorios son China, Corea del Sur, Australia, Singapur Malasia y Tailandia. Estas operaciones son llevadas a cabo por los socios de distribución y ventas al por mayor, e-commerce y locales de retail que posee la empresa.

Otra subdivisión que se puede encontrar está representada por los países de Nueva Zelanda, Taiwán, Hong Kong, India y otros países del Sudeste Asiático donde se carece de un canal directo hacia los consumidores. En este caso, los productos son distribuidos por proveedores tercerizados localizados estratégicamente en Hong Kong, China, Corea del Sur y Australia respectivamente.

Existe, además, un acuerdo que otorga licencias a un socio en Japón para producir, promover y vender los productos a grandes empresas de retail multimarca o empresas deportivas de especialidad.

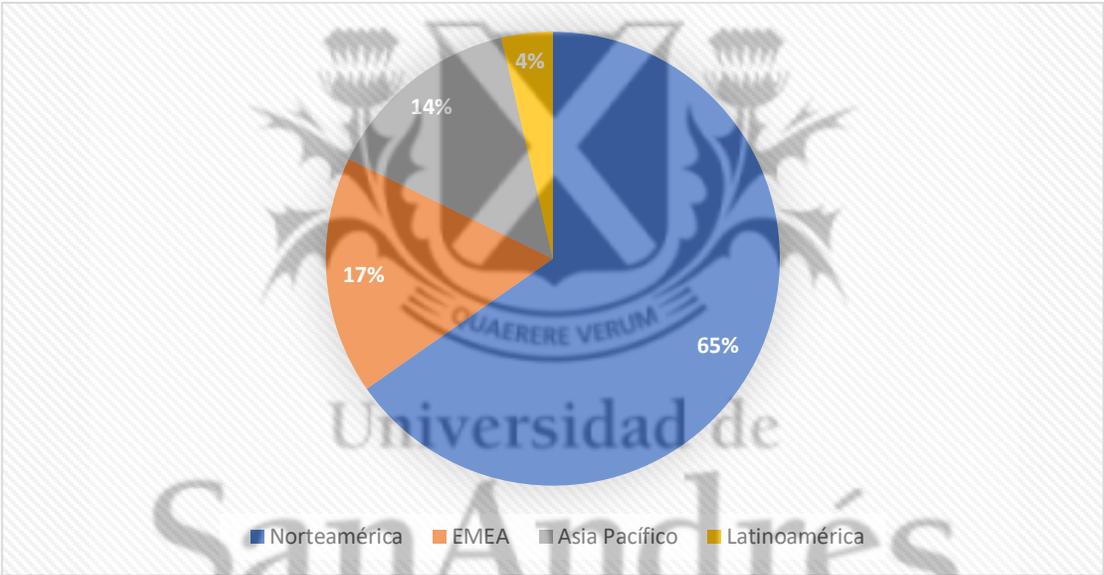
#### **1.4.4 Latinoamérica:**

Para este caso en particular, se llevó a cabo una transición donde se pasó a partir del 2021 de operaciones de ventas directas hacia un sistema de distribución específica en algunos países. En el caso específico de México, se llevan a cabo las ventas a través de canales de ventas al por mayores y ventas directas al consumidor.

En cambio, en otros países tales como Argentina, Brasil, Chile y Colombia, cesó la operación de venta directa para comercializar los productos con distribuidores independientes que obtienen su principal fuente de provisión desde Panamá.

Todos los segmentos anteriores operan en una industria específica: Desarrollo, marketing y distribución de vestimenta, calzado y accesorios. El segmento geográfico que concentra la mayor cantidad de ventas es el del Norteamérica, seguido por EMEA, Asia-Pacífico, África, y por último América Latina:

**Gráfico N°5: Participación de Ventas según Segmento Geográfico, 2022**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2022

Al observar este gráfico, podemos dimensionar que aparte de Norteamérica, las demás zonas geográficas se encuentran en pleno desarrollo y se encuentran muy lejos de poder generar el mismo valor. De esta forma, es importante destacar que el impacto y las decisiones en las que más hay que centrarse para entender las causas de los impactos económicos y financieros es en las ocurridas en los Estados Unidos de América y sedes aledañas.

Además, es importante tener en cuenta que el centro de gestión y toma de decisiones principal erradica en el anterior mencionado territorio, por lo que brinda una ventaja competitiva y preferencia a la hora de lanzamiento de productos, comunicación de novedades y otros eventos importantes para la marca.

**Tabla N°2: Evolución histórica de ventas según segmento geográfico, 2015-2022**  
(en millones de USD)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Norteamérica	3.456	4.005	3.802	3.735	3.658	2.945	3.810	3.821
EMEA	203	331	470	589	621	598	843	993
Asia-Pacífico	145	269	434	558	636	629	832	825
Latinoamérica	106	142	181	191	196	165	195	213
Otras corporaciones	53	79	102	120	155	138	4	51

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022

Si se tiene en cuenta el crecimiento o evolución de las ventas para las distintas zonas geográficas históricamente, podemos observar un crecimiento parejo en las diferentes zonas, a excepción de Norteamérica que alcanza su máximo en 2016 y luego comienza a oscilar tocando un mínimo en 2020 y recuperando a fines del 2022.

Si se toman como punto de partida las demás zonas analizadas, se pueden observar patrones muy similares donde se ven incrementos de ventas hasta llegar al año 2020, donde cae fuertemente la demanda dado la crisis mundial. A diferencia de Norteamérica, las demás zonas geográficas demuestran un crecimiento sostenido si omitimos el año con anomalías dado el virus del COVID.

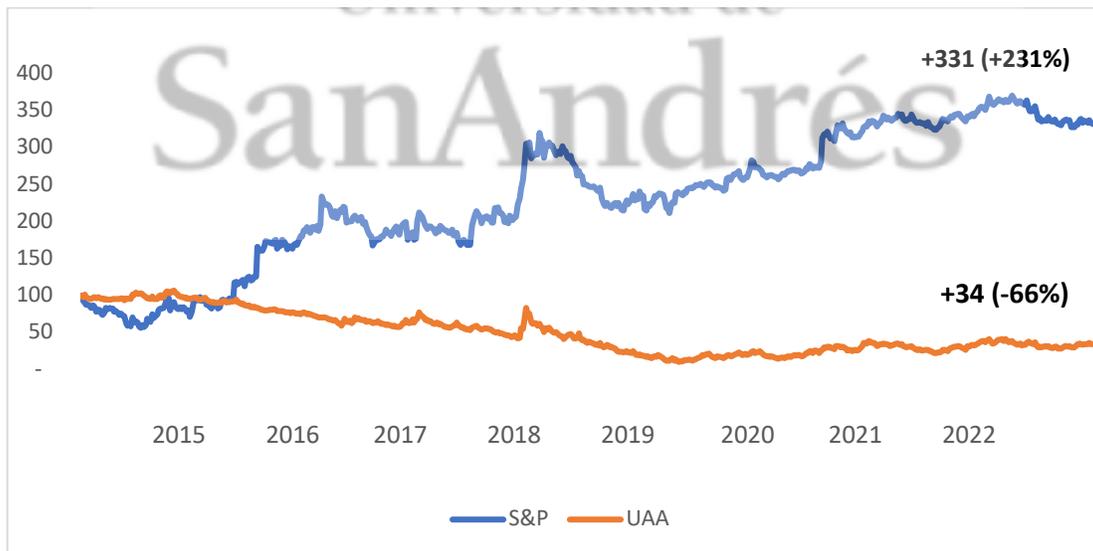
## 1.5 Capital Accionario:

Como se menciona en el apartado histórico de la empresa, Under Armour Inc. comienza a operar en la bolsa de los Estados Unidos de América con acciones comunes de clase “A” bajo las siglas “UARM”, cotizando a un valor de USD 3,3 por acción.

Con el pasar del tiempo, la acción común de tipo A fue modificada para ser representada bajo las siglas “UAA” a partir del 7 de diciembre del 2016, y al 31 de diciembre del 2022 la misma cotizaba en un valor de USD 10,2 y tiene en circulación una cantidad de 444 millones de acciones, representando un valor aproximado de USD 4.516 millones. Para el 30 de junio del 2023, el precio de la acción cae a USD 7,2.

A continuación podemos ver el crecimiento de la acción de Under Armour para los últimos 7 años y cómo esta se compara con el índice del S&P 500:

**Gráfico N°6: Evolución del precio de las acciones de Under Armour y el S&P 500, 2015 – 2022 (en base 100)**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes históricos elaborados por Yahoo Finance, 2015-2022

Tal como podemos observar en el gráfico, el precio de la acción de Under Armour Inc tendió a descender en los últimos 7 años a diferencia del S&P 500, que como indicador medio del mercado nos plasmó un incremento mayor al 230% en los últimos años. Esto está correlacionado con el resultado que se obtiene para el Beta de la empresa y cómo la misma reacciona ante cambios del mercado.

La caída mayor al 60% en los últimos 7 años no se puede justificar con un acontecimiento en particular, sino que una serie de hechos fueron afectando directamente a la acción de Under Armour, llevando a caídas repentinas donde la acción llegó a caer hasta valores del 20% en cuestión de días. El valor máximo que llegó a alcanzar la acción de Under Armour sucede en septiembre del 2015, donde la misma llegó a un precio de USD 52,6 por acción.

El primer cuarto de 2015, la gerencia de Under Armour Inc había pronosticado un incremento en las ventas de un 31% debido a cómo la empresa había despegado con respecto a las ventas de su segmento de zapatillas y cómo comenzaron a ganar territorio en este sector tras determinadas alianzas comerciales con estrellas deportivas norteamericanas.

Para el primer cuarto de 2016, dado los resultados que se venían presentando en el pasado, se pronosticó un incremento de las ventas por un 25%. Los resultados no fueron los esperados. Durante el transcurso de los anteriores cuatrimestres, se liquidó uno de sus principales clientes que comercializaba la marca, "Sports Authority", obligando a la empresa a ajustar sus precios y recalcular sus estimaciones a futuro.

Por otro lado, durante los años mencionados, Under Armour incorporó a su marca embajadores de diferentes deportes para llevar la marca a tener mayor renombre y poder vender mayor volumen en diferentes actividades deportivas.

Algunos de los deportistas que firmaron con la marca fueron por ejemplo el basquetbolista de la NBA, Stephen Curry, estrella de los “Golden State Warriors”, equipo de San Francisco que acababa de ganar el campeonato en el 2015 y luego lo harían más adelante el 2017, 2018 y 2022. Jordan Spieth era otro deportista, en este caso de golf, que representaría a la marca.

En abril del 2016, el golfista antes mencionado sufrió un colapso y reaccionó de una manera poco amistosa luego de no tener una buena performance en el 144th Open Championship y terminar con resultados muy bajos en un momento crítico de su vida personal. Esto parecía afectar la imagen de la compañía que lo representaba y en consecuencia verse reflejado en los mercados, sin embargo, el analista Jay Sole de Morgan Stanley, comenta que la razón por la que realmente había caído la acción de Under Armour durante este suceso estaba relacionada con una baja en la demanda de indumentaria femenina y una demanda suave para el calzado para correr.

En junio del 2019, Michael J. Kramer, fundador de Mott Capital Management y escritor en investopedia, escribió un artículo con respecto a la caída de la acción de Under Armour. Como trader experimentado, Michael explica que una de las principales reacciones “bearish” o bajista del mercado frente a Under Armour, se explica por un valor de ventas que dejó de crecer exponencialmente como lo venía haciendo para tener una tendencia más constante a partir del año 2015 y 2016.

A los hechos anteriores, debemos sumar una noticia que comienza a circular en noviembre del 2019, donde se describe que los dos años anteriores se había comenzado una investigación de la SEC sobre la contabilidad de Under Armour con la sospecha de que se estaban publicando información no verídica. Esta noticia trajo mucha preocupación a sus inversores y Wall Street reaccionó a esta noticia con una caída mayor al 20% en un lapso de una semana.

Con respecto a la composición de los Principales accionistas institucionales de Under Armour, nos encontramos con que las mismos están compuestos por las siguientes empresas:

**Tabla N°3: Accionistas Institucionales de Under Armour inc, 2022**

Accionista	Acciones	% fuera	Valor
Vanguard Group, Inc. (The)	20.759.581	9,42%	138.333.543
Blackrock Inc.	16.442.751	7,46%	109.567.915
ArrowMark Colorado Holdings LLC	7.951.304	3,61%	52.984.309
BDT Capital Partners, LLC	7.443.884	3,38%	49.603.065
Janus Henderson Group PLC	7.419.022	3,37%	49.437.394
State Street Corporation	5.545.276	2,52%	36.951.500
Shaw D.E. & Co., Inc.	4.475.469	2,03%	29.822.735
Victory Capital Management Inc.	4.304.866	1,95%	28.685.904
State Of Wisconsin Investment Board	4.118.308	1,87%	27.442.757
Norges Bank Investment Management	3.853.303	1,75%	25.676.869

Fuente: elaboración propia en base a los reportes elaborados por yahoo finance, 2022

**Tabla N°4: Accionistas de Fondos de Inversión de Under Armour Inc, 2022**

Accionista	Acciones	% fuera	Valor
iShares Core S&P Midcap ETF	6.019.877	3,19%	43.343.113
Vanguard Total Stock Market Index Fund	5.656.721	3,00%	40.728.390
Vanguard Small-Cap Index Fund	4.873.123	2,58%	35.086.484
Vanguard Small Cap Value Index Fund	3.375.060	1,79%	24.300.431
First Tr Exchg Tr AlphaDEX	2.784.486	1,48%	20.048.298
Avantis U.S. Small Cap Value ETF	1.767.621	0,94%	12.726.870
SPDR S&P Mid Cap 400 ETF Trust	1.590.470	0,84%	11.451.383
Vanguard Extended Market Index Fund	1.497.041	0,79%	10.778.694
Avantis U.S. Small Cap Value Fund	1.231.556	0,65%	8.867.202
iShares S&P Midcap 400 Value ETF	1.210.954	0,64%	8.718.868

Fuente: elaboración propia en base a los reportes elaborados por yahoo finance, 2022

## 2. Análisis de la Industria

### 2.1 Características:

Para comenzar a analizar la industria textil, más específicamente, de la indumentaria y del calzado, es importante señalar las principales características que nos encontramos dentro de la misma. Es menester además, destacar que en el caso de la empresa Under Armour, al igual que sus principales competidores, nos encontramos con diferentes subsegmentos que involucran al deporte, a lo urbano y a lo casual por separado.

La industria textil entonces, es una actividad económica donde se comercializan productos manufacturados de hilo, tela o fibra utilizados principalmente por los seres humanos para proteger al organismo de las temperaturas anómalas y para la utilización en diferentes eventos circunstanciales y convencionales de la vida. La misma pertenece al sector secundario de la economía, donde se transforma la materia prima en bienes para el consumidor final.

Algunas características que erradican en esta industria particular, es el empleo de una extensa mano de obra, además de la utilización de maquinaria, para lograr la producción en masa de los productos. Por otro lado, es una industria donde sus productos se consumen de manera masiva y durante todo el año. Además, un factor muy importante dentro de esta industria es la moda, la cual no sólo impulsa al cambio de los diseños y usos, sino que también obliga a las marcas a producir bajo determinadas condiciones que se adapten a las tendencias geográficas o de época.

Las estaciones del año y las condiciones climáticas de cada región también es un factor determinante a la hora de describir la indumentaria y calzado. La oferta y demanda de las empresas suele cambiar dependiendo la estación del año, y en el caso de las empresas globales, utilizan esta ventaja para rotar sus productos en diferentes países acorde a las estaciones del año para agotar los inventarios.

Adentrándonos en la vestimenta y el calzado, podemos distinguir que para el caso particular de Under Armour un aspecto determinante de la demanda de sus productos se presenta en el mundo del deporte. Por ello, el marketing, los eventos deportivos y las estrellas deportivas globales juegan un rol muy importante. Una de las partes más difíciles de entrar en este mercado en particular radica en los comienzos, donde se presencian altos costos de entrada y dificultad para recibir reconocimiento de la marca. Uno de los principales desafíos que se presentan en el mundo deportivo es poder afianzar la confianza de diferentes clientes, profesionales, atletas, equipos deportivos y demás, para ingresar en el mercado y poder expandir la marca localmente y luego a nivel global.

Por otro lado, con el pasar de los años se ha presenciado que el mundo deportivo fue evolucionando gracias a la globalización y la concientización que fueron adaptando las culturas y los jóvenes con el conocimiento y la información. Esto benefició no solo a las personas promoviendo a tener una vida más saludable, sino que también a las empresas que comercializan productos deportivos.

Los factores de la moda y la conciencia beneficiaron a la industria textil aumentando el nivel de la demanda global de productos que complementan la actividad física en muchísimos niveles. Se contagió en las personas la necesidad de hacer deporte como parte esencial de la rutina diaria y en consecuencia, tener el equipamiento o vestimenta adecuada para poder realizarlo.

En los Estados Unidos de América, por ejemplo, el porcentaje de personas que se involucró en deportes incrementó desde el 1988 desde un 15.8% hasta un 21.5% en 2021 y desde el año 2000 hasta el 2019, se duplicó el número de adeptos en los centros de fitness.

## **2.2 Participación de Mercado:**

La indumentaria deportiva es un segmento muy marcado dentro de la industria manufacturera textil. Con el pasar de los años y con el crecimiento de la tecnología y la

globalización, las personas comenzaron a tener un nivel de concientización más alta y se evidenció además como cambio la demanda con respecto a los productos que se ofrecen. Además, el avance de la igualdad de derechos y de la eliminación de prejuicios, permitió a cada vez más jóvenes y adultos a intentar o animarse a practicar diferentes deportes que anteriormente se veían sesgados.

Esto benefició principalmente a las personas aumentando el bienestar y la salud, y además, fue un desafío importante para las empresas de indumentaria deportiva para evolucionar y prepararse para todos los cambios que están ocurriendo en el mundo.

Dentro de los sectores industriales que se encuentran en Estados Unidos de América, nos podemos encontrar con los productos textiles manufacturados, que representan un 15,3% de capitalización de mercado con respecto a todas las industrias y un 17,1% de las industrias privadas al 2021, cuando el informe fue realizado.

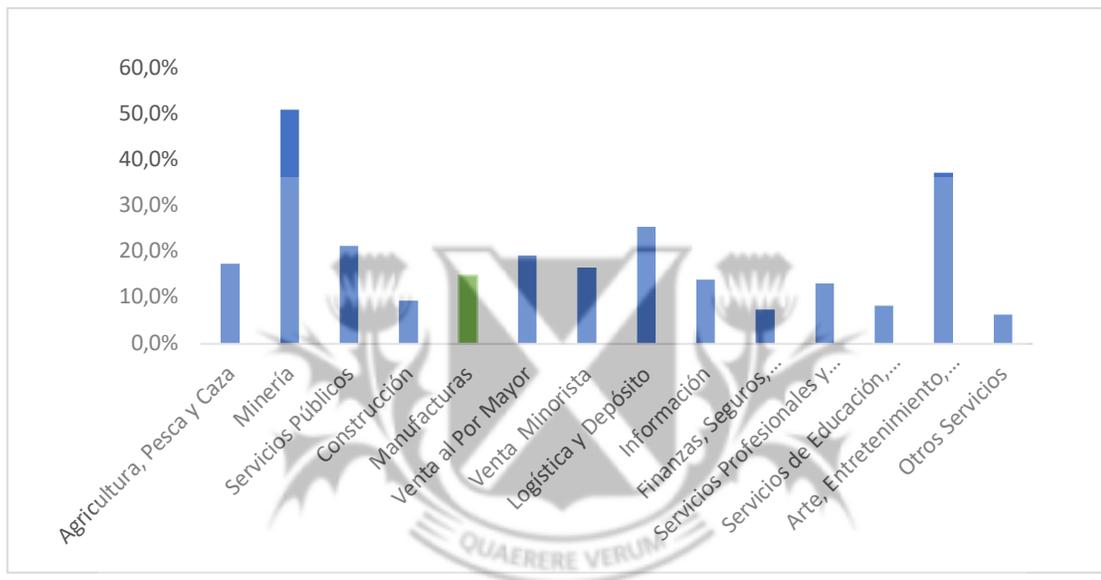
Por otro lado, dentro del subsegmento de los bienes no duraderos, nos podemos encontrar que los mismos representan al cierre del 2021 una capitalización del 7,5% del total de las industrias y un 8,4% de las industrias privadas. Por último, los productos textiles representan un 0,13% del total de las industrias y un 0,12% de las industrias privadas.

Además, nos encontramos que el crecimiento de la capitalización de los bienes durables manufacturados textiles fue de 12,1% del 2020 al 2021, lo cual resulta beneficioso a pesar de las desventajas que brindó la crisis económica mundial que se desató en marzo de tal año.

Si tenemos en cuenta a otras industrias, nos encontramos que la industria que más creció en el período mencionado fue la industria minera con un incremento del 51%, mientras que la industria que menos creció fue la industria financiera, de seguros, bienes raíces, alquileres y leasing con tan sólo un 7,5%.

A continuación, podemos observar cómo fue el crecimiento de la industria de la manufactura en comparación a las demás industrias privadas entre el 2020 y 2021 como referencia:

**Gráfico N°7: Participación de las Industrias privadas entre 2020 y 2021**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes elaborados por yahoo finance

Tal como se visualiza en el gráfico, las empresas manufactureras crecieron de una forma sostenida respetando una media en comparación a las demás industrias. A pesar de la crisis económica del 2020, ya un año más adelante se puede observar que ante la recuperación de a poco de la demanda mundial, se fue normalizando la situación para retornar a niveles comunes de actividad.

El nivel medio de crecimiento que se presencié entre las industrias privadas es de un 18,7%, dejando así a la industria manufacturera por debajo del promedio. Sin embargo, dado a la cantidad de industrias privadas y a los valores atípicos que presentan industrias tal como la de la minería y el arte, entretenimiento y recreación, podemos concluir que si excluimos los valores atípicos la industria manufacturera presentaría un valor muy aproximado al medio del crecimiento todas las industrias.

### 2.3 Competidores:

El mercado relacionado con la vestimenta deportiva, calzado y accesorios evoluciona recurrentemente y muestra un alto ingreso de nuevos competidores que expanden la producción y marketing para competir globalmente. Los competidores más directos de Under Armour son las marcas NIKE, Adidas, Puma y Lululemon Athletica, los cuales representan marcas muy reconocidas globalmente y que demuestran competir no sólo en tamaño, sino que también en calidad y precio.

Por otro lado, Under Armour posee una cantidad limitada de fábricas y patentes relacionadas con los procesos de manufactura. La empresa también compite con otras marcas que tienen sus propias fábricas de manufactura, principalmente con aquellos que se concentran en vestimenta, calzado y accesorios deportivos que pueden llevarse parte de la cuota de mercado.

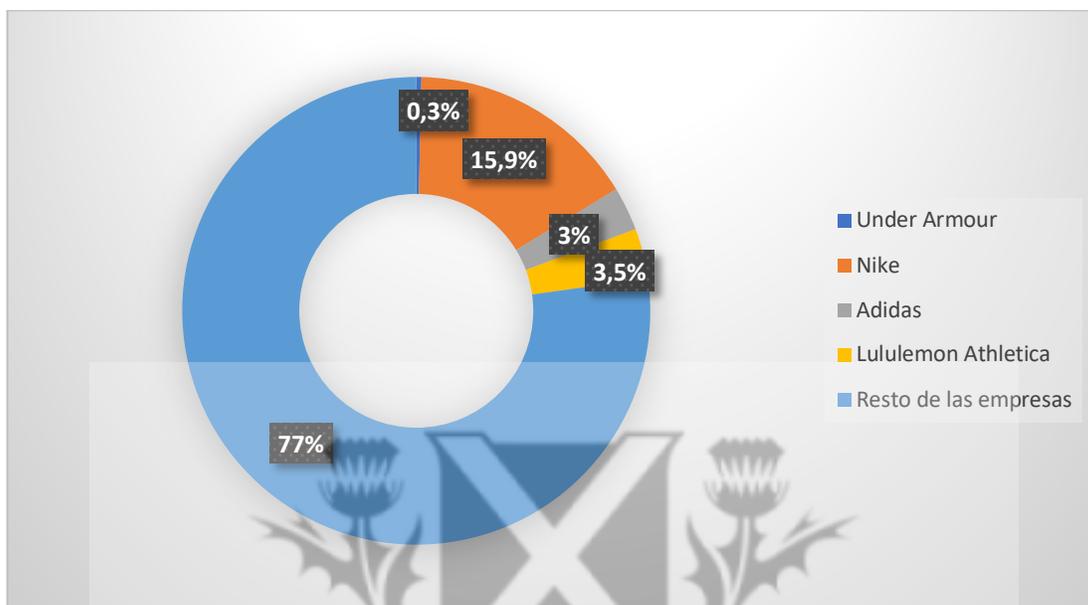
El propósito o razón de ser de Under Armour se representa a través de la frase: “Empoderamos a aquellos que pelean por más”. En base a ello, se cree que la marca es más fuerte cuando el equipo colectivamente está conectado al 100% con el propósito de la empresa.

Dentro del mercado global de ropa y accesorios, a julio del 2022, Under Armour tiene una capitalización de mercado de 3,7 mil millones de USD que representa un 0,4% de un total de 1.043 mil millones de USD. Algunos de los competidores más fuertes como NIKE, tienen una capitalización de mercado de aproximadamente 166 mil millones de USD, que representan un 15,9% del total del mercado, otro fuerte competidor como Adidas cuenta con una capitalización de mercado de 31 mil millones de USD o 3,02% del total del mercado, mientras que otros como Lululemon Athletica cuentan con 36 mil millones de USD o 3,5% del total de la capitalización de mercado (Companies Market Cap, s.f.)<sup>1</sup>:

---

<sup>1</sup> <https://companiesmarketcap.com/clothing/largest-clothing-companies-by-market-cap/>

**Gráfico N°8: Participación de Mercado de Under Armour y principales competidores, 2022**

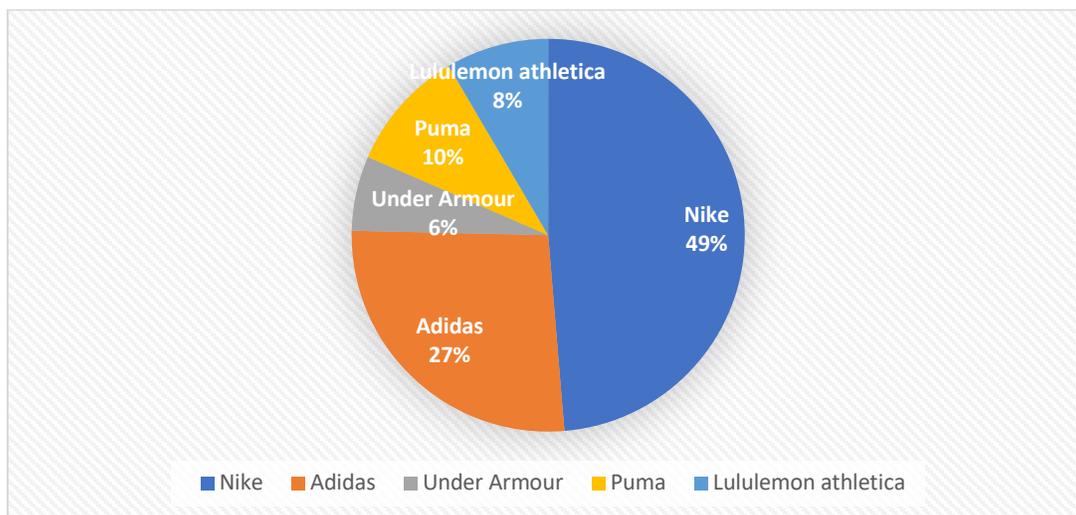


Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2022

El precio de las acciones a julio 2022 es aproximadamente de USD 7,3 por acción y tomando como referencia el valor de la capitalización de mercado de Under Armour del 2021, podemos observar que hubo una disminución de su valor aproximadamente en un 60,1%, cayendo desde un valor de 929 mil millones de USD hacia 371 mil millones de USD en el año siguiente.

Con respecto a la cuota de mercado, tomando como referencia las ventas totales de los principales competidores reflejada en los reportes anuales de cada compañía en el año 2022, podemos observar una clara dominancia por parte de Nike en primer puesto y luego de Adidas a nivel global, dejando a Under Armour como la empresa que pelea la tercera posición junto a Puma y Lululemon Athletic para lo que sería indumentaria deportiva:

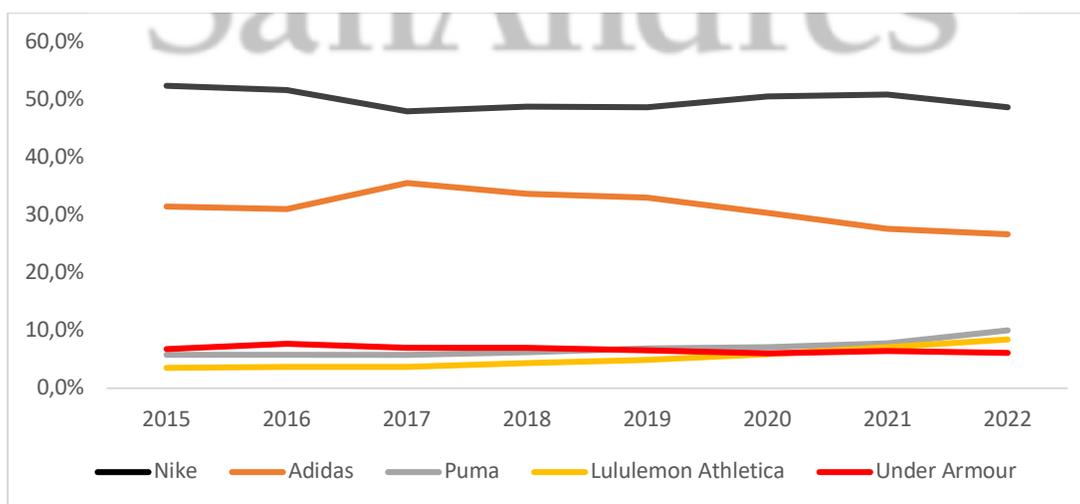
**Gráfico N°9: Distribución de Ventas entre competidores, 2022**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de las compañías, 2022

Por otro lado, podemos analizar cómo fue evolucionando la participación de mercado para Under Armour desde 2015 hasta el 2022 tomando como punto de referencia la competencia:

**Gráfico N°10: Evolución de la participación de mercado de la industria, 2015 – 2022**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de las compañías, 2015 - 2022

Tal como se puede observar en el gráfico anterior, Under Armour llegó a un pico de participación en relación a los resultados que viene mostrando de un 7,7% para 2016 en comparación a sus principales competidores por características similares Puma y Lululemon Athletica, que para 2016 contaban con una participación de mercado de 5,8% y 3,7% respectivamente.

Para fines de 2022, podemos visualizar que la participación de mercado se deterioró para Under Armour, mostrando valores de 6,2%, que, a pesar de no ser valores mucho más bajos en comparación al pico de 2016, sí denota una falta de crecimiento y comportamiento contrario a Puma y Lululemon Athletica que para la misma fecha incrementaron a un 10% y 8,5% de participación de mercado respectivamente, ambas superando a Under Armour desde el 2021 y quitándole participación a los competidores más grandes, NIKE y Adidas.

#### **2.4 Tendencias de la Industria**

Los últimos años para la industria de la indumentaria deportiva han revolucionado la forma de ver a los deportes. No sólo se creó una nueva tendencia de concientización, sino que también se comenzaron a involucrar diferentes representantes de la moda para mezclar el deporte con el estilo de indumentaria más formal o de moda.

Luego de la pandemia ocurrida en 2020, las personas fueron forzadas a ejercitarse en sus hogares o buscar formas alternativas para poder cumplir con sus rutinas de salud o deportivas. Ante estos cambios, las marcas deportivas de indumentaria no sólo tuvieron que adaptarse a través de la implementación de accesorios que permitía a las personas a ejercitarse en su casa, sino que también jugó un papel muy importante el uso de aplicaciones digitales para mantenerse conectados con los clientes.

Luego de la pandemia, no solo decreció mucho la actividad física en todo el mundo, sino que también comenzó el desafío de las marcas de indumentaria en mantener el interés de los clientes a través de canales de e-commerce y promociones extraordinarias.

Según la aplicación Fitbit, que marca los pasos de las personas y la actividad física en diferentes partes del mundo, desde que se decretó cuarentena a nivel global, se observó cambios drásticos en casi todos los países del mundo donde opera. En Europa, por ejemplo, la baja de actividad se dió entre un 7% (Alemania) y 38% (España). Mientras que en países como Estados Unidos de América, se redujo un 12% en promedio, un 17% para Rusia, 16% para China y 4% para Australia, entre otros.

## **2.5 Análisis Competitivo**

Una característica importante a destacar a la hora de analizar la industria de indumentaria deportiva son las ventajas competitivas que se encuentran. Por un lado, nos encontramos con un mercado muy consolidado que tiene altas barreras de ingreso debido a las ventajas de costos que se presentan, que radican principalmente en empresas que conllevan economías de escala importantes y que además tienen un alcance global considerable.

Teniendo en cuenta el modelo de las 5 fuerzas de Porter, podemos describir que existen bajas amenazas de nuevos competidores es muy difícil debido a lo asentado que están las principales marcas en el mercado y el valor que impusieron y consolidaron con sus clientes.

El poder de negociación de los clientes suele ser bajo ya que las grandes empresas competidoras cuentan de una altísima demanda y deseo por los productos que originó el marketing implementado durante los últimos años, por lo cual los clientes se guían por los lineamientos que imponen las empresas y no viceversa.

La amenaza de productos sustitutos no genera conflictos, principalmente por calidad porque los productos que son vendidos por las marcas deportivas no suelen tener reemplazables que puedan dejarlos fuera del mercado, al menos no para la indumentaria. En general, las innovaciones tecnológicas y los saltos de calidad se dan en simultaneo entre los principales lideres del mercado y luego en cascada para los

competidores más pequeños. En el caso del precio de los productos, las empresas compiten fuertemente y pueden arrebatar clientes en función del target que definido por cada una y al costo y margen de ganancia que decide aplicar.

El poder de negociación que tienen las grandes empresas con respecto a los proveedores es alto debido a la producción en masa y a las economías de escala que puede lograr gracias a ello. Resulta más fácil reducir costos y negociar con los proveedores si a cambio se benefician ambos lados.

### **3. Análisis Financiero**

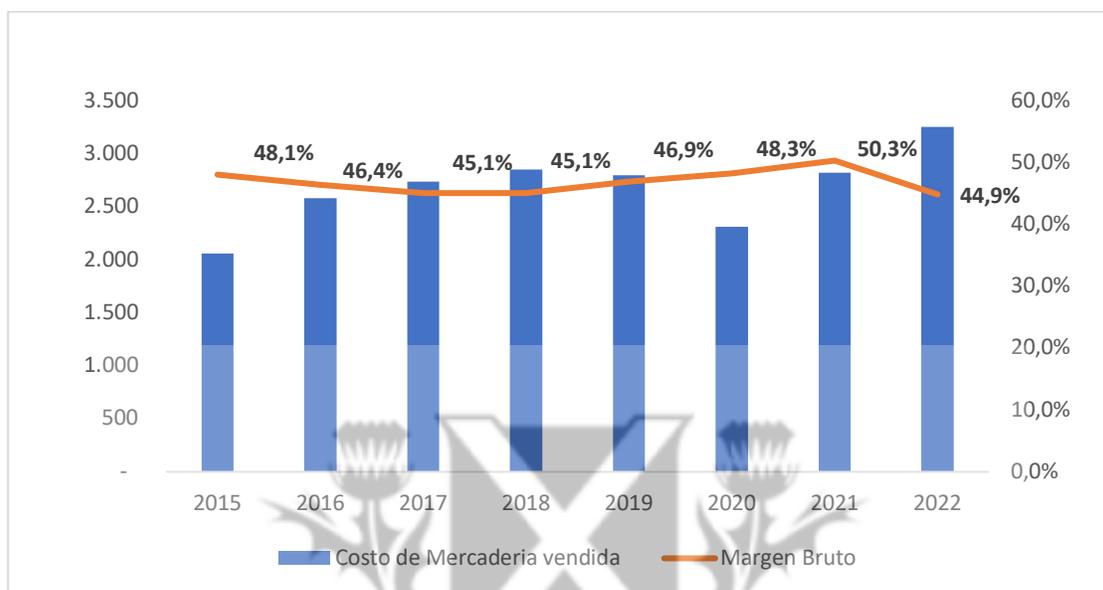
#### **3.1 Indicadores de Rentabilidad**

Para comenzar, es importante mencionar que para el análisis financiero se van a tomar en cuenta los estados de resultados, balances, estados de flujos de caja y notas a los estados financieros para los últimos 7 años sin tener en cuenta el año 2023.

Podemos observar márgenes deprimidos en los primeros años lo cual se le puede atribuir en parte a los costos extraordinarios en los que va a invertir la empresa para crear nueva infraestructura e instalaciones con el propósito de expandir el negocio y generar mayor crecimiento en el futuro.

En términos generales la empresa no tiene una tendencia del todo clara, sin embargo, tomando el 2016 como año donde se visualizan los mejores resultados, podemos confirmar que 2021 representó un buen año dada la recuperación que se observa y la superación en comparación a los años anteriores al mínimo negativo observado.

**Gráfico N°11: Evolución del Margen Bruto sobre porcentaje de Ventas & Costo de Mercadería Vendida, 2015-2022 (en millones de USD)**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Al observar la evolución del margen bruto en los últimos años, podemos visualizar que desde el año 2017, las ventas son crecientes pero por otro lado, la ganancia bruta representada por el EBIT varía negativamente principalmente causado por gastos fijos y administrativos que impactan en gran proporción a la ganancia y deprime los márgenes operativos.

Además, se pueden visualizar tanto en el año 2017 como 2018 gastos extraordinarios de reestructura que están directamente relacionado con instalaciones de nueva infraestructura a nivel global que permitió seguir aumentando su nivel de ventas y crecimiento.

Tomando como referencia un segundo ratio de rentabilidad, nos podemos encontrar con EBITDA sobre Ventas que demuestra cuál es la capacidad de la empresa de generar rentabilidad sin tener en cuenta los intereses pagados, los impuestos, las depreciaciones y amortizaciones.

**Gráfico N°12: Evolución del Margen EBITDA, 2015 - 2022**

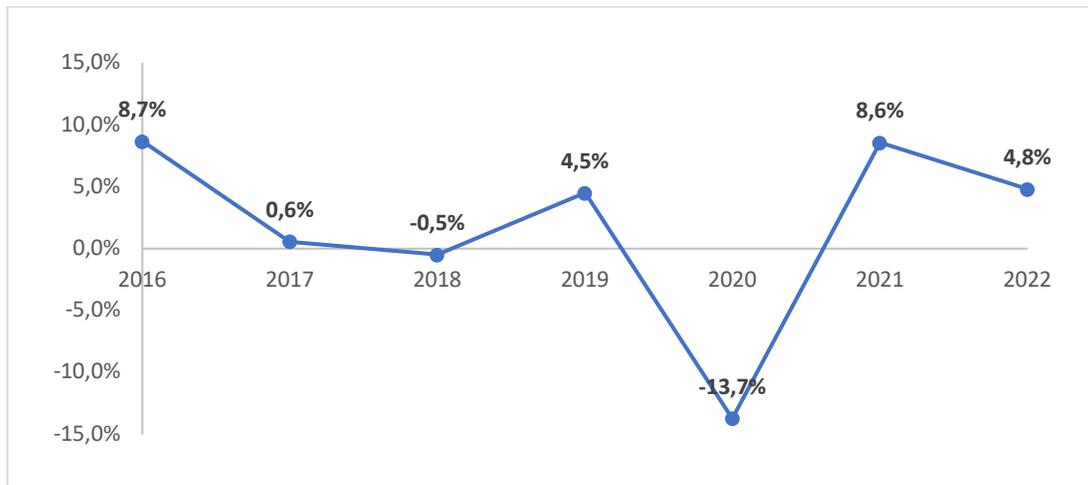


Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Si analizamos específicamente el período de los últimos 7 años, podemos observar que la tendencia media es de crecimiento a partir del 2018, a pesar de encontrar una importante caída el año 2020 que puede ser atribuida a la reducción de ventas y a los ingresos netos negativos causados por la disminución de la demanda que ocasionó la pandemia a nivel global y a cómo la empresa tuvo que adaptarse a esta nueva modalidad de incertidumbre.

Por otro lado, uno de los principales indicadores que podemos utilizar para medir la rentabilidad de la empresa es el margen operativo. El mismo está compuesto por el EBIT dividido por el resultado de ventas que se produjeron durante un año específico. La característica principal que observamos en este indicador es que, al no tomar en cuenta los intereses e impuestos, se apunta directo a cómo fueron los resultados operativos y cuáles fueron las razones de los mismos:

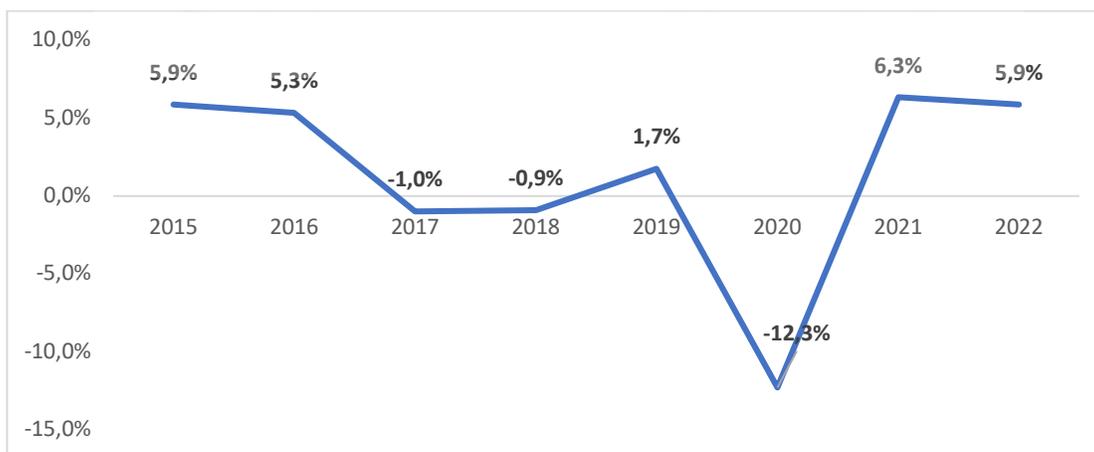
**Gráfico N°13: Evolución del Margen EBIT, 2015-2022**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Tal como podemos observar en el gráfico expuesto, encontramos una anomalía que se presenta principalmente en el año 2020 donde las ventas bajaron en un 15% y donde además, al observar en detalle, las pérdidas ocasionadas ese año consisten principalmente de costos de reestructuración, al igual que ocurrió en el año 2017 y 2018.

**Gráfico N°14: Evolución del Margen Neto, 2015 – 2022:**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

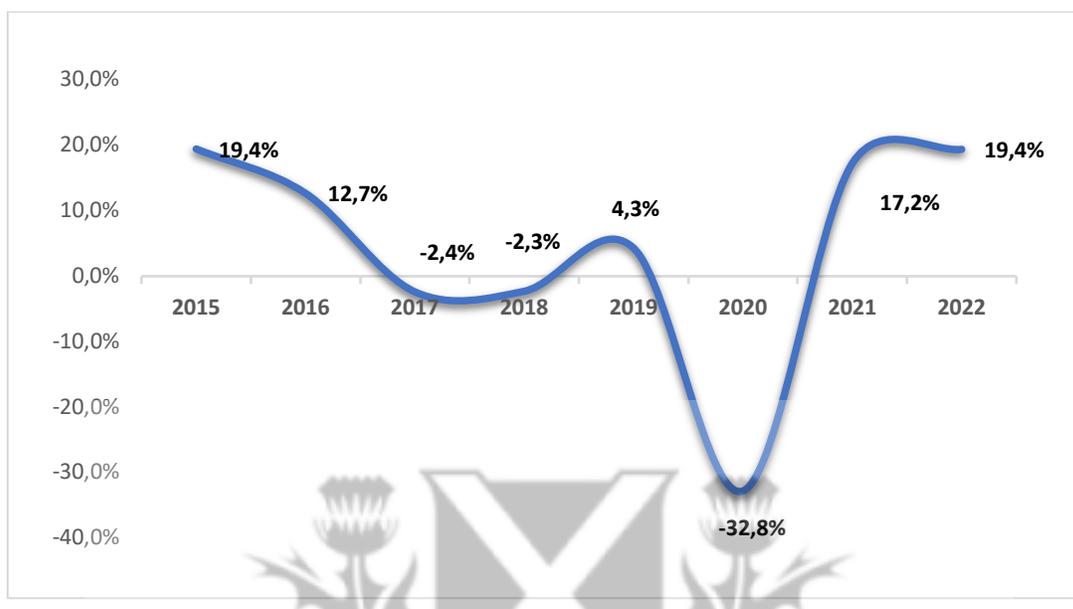
Al igual que las ventas, desde el año 2018 comienzan a recomponerse y aumentar paulatinamente, pero tras el impacto de la pandemia del COVID-19 en el año 2020, los márgenes netos se deprimen y llegan a niveles máximos negativos para el período en cuestión, volviendo a recomponerse de forma inmediata y considerable para el 2021.

Además, si tomamos como referencia el retorno sobre el patrimonio neto o ROE (de las siglas en inglés, Return on Equity), podemos observar cómo arrastra desde el 2015 una tendencia negativa causada por aumentos en los costos de mercadería vendida, aumento de intereses de deuda, y de impuestos, entre otros, que logra recuperarse en 2019 antes de tocar fondo en 2020 debido a la disminución de ingresos netos de la compañía dado por los resultados anómalos que generó la pandemia en las economías a nivel global, disminuyendo la demanda de todo tipo de producto y servicio.

Llegado el 2021, los ingresos netos logran mejorar al igual que el patrimonio neto, llegando al nivel más alto en los últimos años. Este efecto puede atribuirse a la reactivación de la economía globalmente y más específicamente en Norteamérica donde radica el principal ingreso para la compañía, y porque a pesar de haber notado un incremento en los costos, intereses, impuestos y otros gastos, las ventas superaron a todos los anteriores para lograr un resultado positivo y de crecimiento:

Universidad de  
**San Andrés**

## Gráfico N°15: Evolución del ROE, 2015 - 2022



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

En febrero del 2022, la Junta Directiva de la empresa autorizó la recompra de 500 millones de USD de las acciones comunes Clase C de la compañía durante los próximos 2 años. Se espera generar un calendario de recompra donde se tomará como valor de referencia el precio de mercado y se cumplirán todas las condiciones dispuestas en la Regla 10b5-1 bajo el Acto de intercambio de Valores de 1934.

Bajo esta decisión y supuesto, podemos estimar que se espera visualizar un cambio considerable en el ratio analizado, donde la empresa puede brindar confianza mostrando el pago a los inversores, pero al mismo tiempo no pudiendo destinar esos montos para inversiones y otro tipo de acciones que mejoren la performance de la compañía.

Si analizamos, además, el retorno sobre los activos, podemos encontrarnos con un patrón similar al ROE o retorno sobre el equity con el correr de los años. En el caso del ROA (de las siglas en inglés, Return on Assets), usamos como convención el EBIT sobre los activos totales contables.

Si tenemos en cuenta el análisis de Dupont, podemos descomponer el ROE en tres componentes: El margen neto, la rotación de activos y el múltiplo de endeudamiento que representa al apalancamiento. La descomposición del análisis de Dupont consta de lo siguiente:

Margen Neto = Ingresos netos/Ventas

Rotación de Activos = Ventas/Activos Totales

Apalancamiento = Activos Totales/Patrimonio Promedio de los Accionistas

Los resultados para el análisis de Dupont para el período analizado son los siguientes:

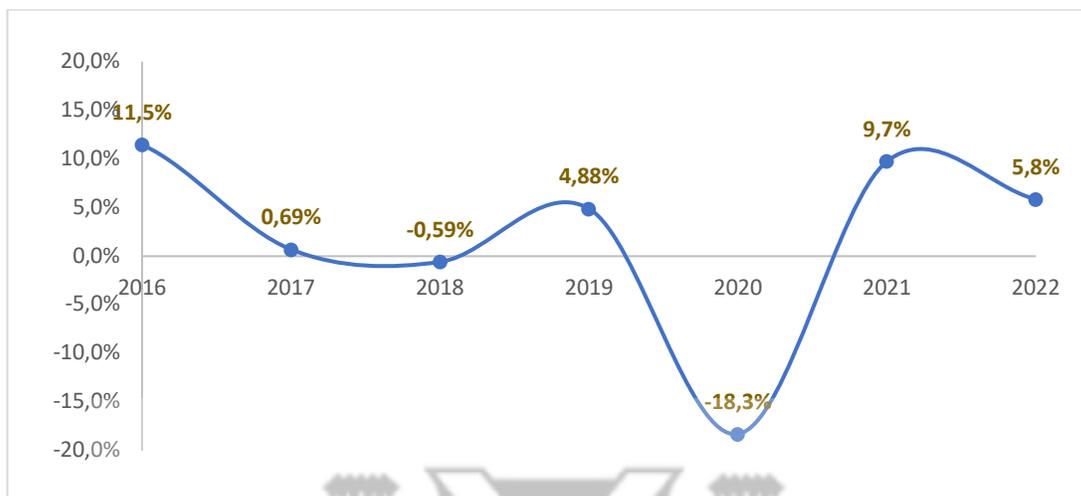
**Tabla N°5: Análisis de Dupont para Under Armour Inc, años 2015 – 2022**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>ROE</b>	<b>19,4%</b>	<b>12,7%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>4,3%</b>	<b>-32,8%</b>	<b>17,2%</b>	<b>19,4%</b>
<b>Margen Neto</b>	5,9%	5,3%	-1,0%	-0,9%	1,7%	-12,3%	6,3%	5,9%
<b>Rotacion Activos</b>	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,3	1,1	1,4
<b>Apalancamiento</b>	2,4	2,0	2,0	2,1	2,3	2,0	2,4	2,4

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Es razonable que los porcentajes en comparación al ROE sean más bajos ya que los activos totales que actúan como denominador son más altos, pero además podemos analizar que no encontramos muchas diferencias en el patrón observado ya que en el caso del ROE, donde se toma como nominador del ratio a la ganancia neta, no se presentaron beneficios fiscales o de deuda que permitan identificar cambios o ventajas comparativas entre ROE y ROA y por otro lado, el gasto extraordinario de reestructura e instalaciones afecta a ambos ratios de la misma manera:

**Gráfico N°16: Evolución del ROA, 2015 - 2022**



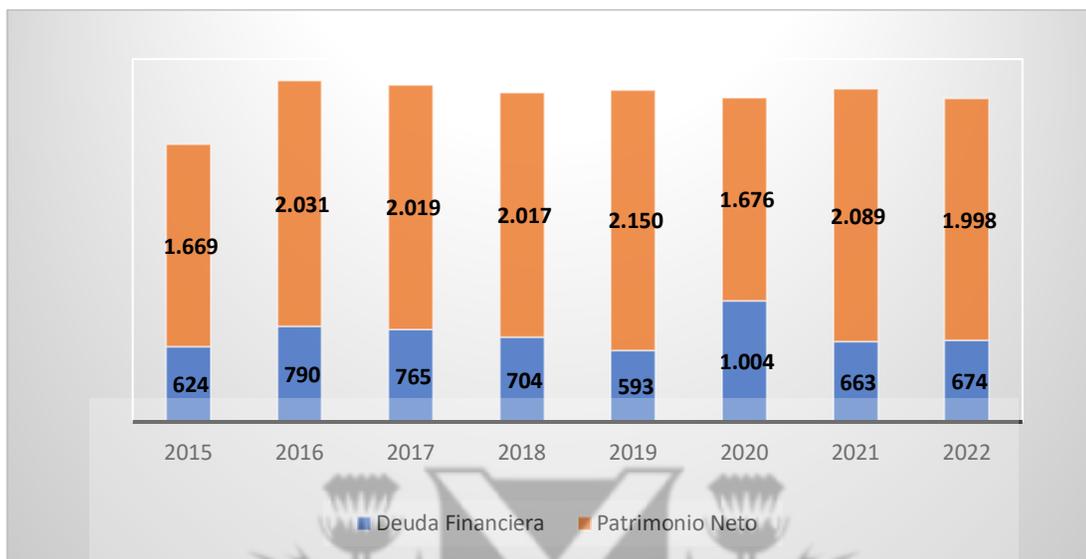
Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022

### **3.2 Estructura de Capital**

Resulta importante a la hora de analizar los ratios de tener visualización y un análisis proporcional de la estructura de capital, donde por un lado vamos a tener el patrimonio neto, y por otro lado vamos a observar cuál es la deuda financiera compuesta por intereses y principal de Notas convertibles 1,5% al 2024 y Notas Senior 3,25% al 2026 y préstamos bancarios otorgados a la compañía.

La empresa Under Armour Inc tiene dentro de su estructura de capital un rango de deuda financiera para los últimos 7 años que representa aproximadamente entre 25% y 37% del total. El último valor corresponde al máximo de deuda financiera total que se evidenció durante el año 2020, impulsado por la necesidad de apalancamiento ante gastos y costos extraordinarios que se tuvieron que afrontar:

**Gráfico N°17: Evolución de la estructura de capital, 2015 - 2022 (en millones de USD)**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Tal como se puede observar en el gráfico, tenemos una estructura que en su totalidad no varía mucho con el correr de los años, pero sí varía la proporción de deuda financiera total que se va adquiriendo, mostrando los años más complicados de rentabilidad como aquellos años que incurrieron en más deuda a corto plazo.

Por otro lado, se puede medir el ratio de cobertura de deuda, el cual está compuesto por la deuda sobre el EBITDA, que representa cuantos años de EBITDA se necesitan para cancelar la deuda. En ese caso particular, se pudo observar que tomando como referencia los últimos 7 años de análisis, en promedio se requerían 1,6 años de EBITDA para poder pagar la deuda. Los años que más EBITDA requerían para cancelar la deuda eran principalmente el año 2020, luego el año 2018 y por último el año 2017.

Algunos de los ratios crediticios pueden verse influenciados por los gastos de restructuración que se llevan a cabo en determinados años para fomentar el crecimiento y mayores ventas en el futuro, sin embargo, es importante resaltar que se pueden utilizar valores de EBITDA desajustados, donde se extraen estos gastos de restructuración para

estandarizar el EBITDA en todos los años históricos analizados y así llegar a resultados más razonables para la valuación.

Por último, resulta importante mencionar el análisis de los ratios relacionados principalmente con la industria. En este caso particular, sirven para comparar contra la competencia y tener un panorama más abierto sobre cómo evolucionan las empresas dentro de la industria determinada, entender si hay nuevos competidores, si están ocurriendo cambios tecnológicos, si el gusto del consumidor cambió, entre otros.

Acorde a los acontecimientos que se vienen gestando en los últimos años, se puede identificar a Under Armour como una compañía que se encuentra entre una fase de vida de crecimiento y madurez. Esto se debe principalmente a que a pesar de tener una industria que crece relativamente a la par de la economía y participantes que buscan ganar cuota de mercado, Under Armour sigue analizando en momentos clave la oportunidad de reinversión y reestructuración para generar cambios en la performance y seguir brindando lo mejor para los clientes.

### **3.3 Indicadores de Gestión Operativa**

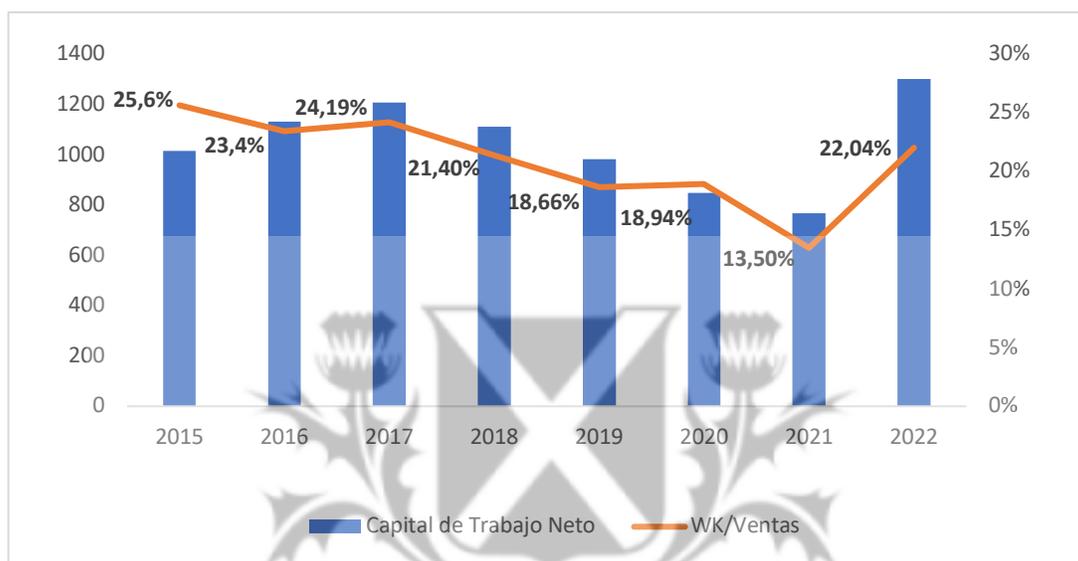
A la hora de analizar la gestión operativa de la empresa nos encontramos con el capital de trabajo neto. Este consta del resultado entre la suma del saldo de las cuentas a cobrar con el inventario y luego restándole las cuentas a pagar.

Estos valores podemos encontrarlos en el balance consolidado de la empresa en los reportes anuales. Desde el 2017 al 2021, el capital de trabajo neto fue reduciéndose en un total del 36% de 1.207 millones de USD a 767 millones de USD respectivamente para luego incrementar un 69% a 1.301 millones de USD en el año 2022.

Para poder dimensionar el capital de trabajo con respecto a las operaciones de la empresa, se lo compara con las ventas ocurridas en cada año. De esta forma podemos unificar el capital de trabajo y compararlo año a año. En este caso particular, al igual que el capital de trabajo neto, desde el 2017 al 2021 se fue reduciendo desde 24,2% en 2017,

luego un 21,4% durante el 2018, un 18,7% en 2019, 18,9% en 2020, 13,5% en 2021 y por último un 22,04% en 2022:

**Gráfico N°18: Evolución del Capital de Trabajo neto, 2015 - 2022 (en millones de USD)**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Para poder describir con mayor apertura el concepto de capital de trabajo, a continuación podemos observar cómo se compone el mismo:

**Tabla N°6: Composición del Capital de Trabajo Neto, 2015 – 2022 ( en millones de USD)**

Año	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cuentas a Cobrar	434	623	610	653	709	527	569	760
Inventarios	783	917	1.159	1.019	892	896	811	1.190
Cuentas a Pagar	200	410	561	561	618	576	613	649
<b>Capital de Trabajo Neto</b>	<b>1.016</b>	<b>1.130</b>	<b>1.207</b>	<b>1.111</b>	<b>983</b>	<b>847</b>	<b>767</b>	<b>1.301</b>

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Por otro lado, podemos analizar los días promedio que se cobran a los clientes, se pagan a los proveedores y los días de inventario promedio en lo que llamamos el ciclo de caja. Para alcanzar estos valores, se divide los valores de las cuentas a cobrar, cuentas a pagar e inventarios del balance anual con respecto a los costos de mercadería vendida y luego se multiplica por la cantidad del período analizado (360 días):

**Tabla N°7: Evolución los Indicadores de la Gestión Operativa (en días):**

<b>Indicadores de la Gestión Operativa</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Días de Cobro	76	87	80	82	91	82	73	84
Días de Inventario	137	128	152	129	115	139	104	132
Días de Pago	35	57	74	71	80	90	78	72
<b>Ciclo de Caja</b>	<b>178</b>	<b>157</b>	<b>159</b>	<b>140</b>	<b>127</b>	<b>132</b>	<b>98</b>	<b>144</b>

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

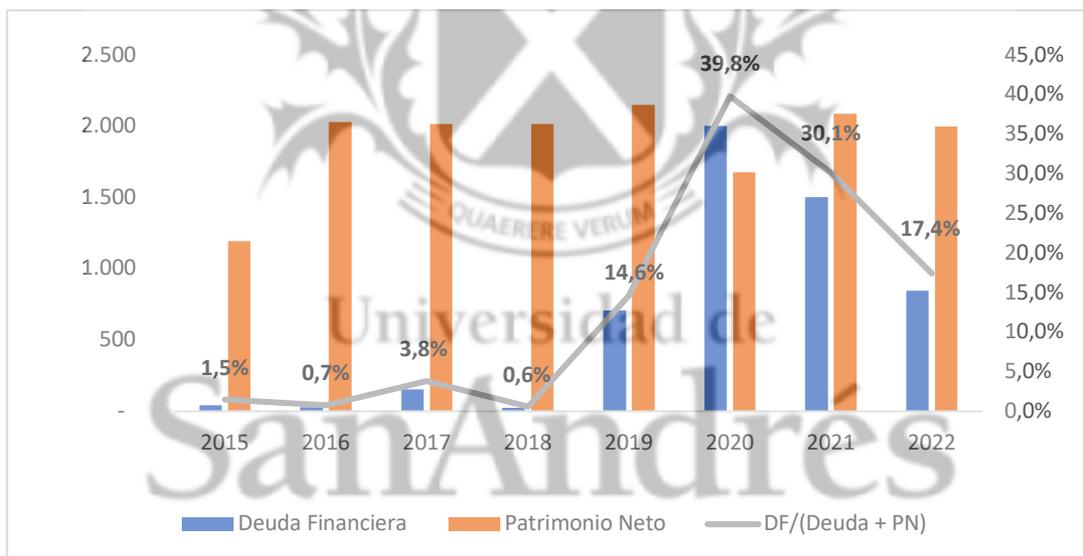
Como se puede observar en la tabla anterior, el ciclo de caja se mantuvo constante a pesar de las oscilaciones si comparamos el año 2015 hacia el 2022 debido a que a pesar de ciertos altibajos, el período de cobro aumentó por encima de la media de 82 días a 84 días en 2022, el período medio de pago aumentó por encima de la media de 69 a 72 días en el 2022, y el período medio de inventario aumentó de 129 a 132 días para el año 2022.

Sin embargo, cuando observamos el capital de trabajo neto, podemos observar que la situación para el mismo se mantuvo constante. La empresa tuvo dificultades por ejemplo para disminuir el inventario que viene arrastrando desde 2015. A pesar de utilizar diferentes estrategias de marketing y promociones, a fines del 2022 podemos observar cómo el inventario sigue siendo un factor determinante en el capital de trabajo neto.

### 3.4 Deuda Financiera

Tomando en cuenta la deuda financiera, nos podemos encontrar con un importante salto a partir del año 2019 donde representa un 14,6% de la deuda financiera y el patrimonio neto juntos debido principalmente al leasing operativo que se comenzó a implementar a nivel nacional e internacional para el uso de depósitos, oficinas y nuevos espacios para fabricar los productos y equipamiento por el cual se requirió mayor adquisición de deuda financiera:

**Gráfico N°19: Evolución de la Deuda Financiera y Patrimonio Neto para Under Armour Inc, 2015 - 2022 (en millones de USD)**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Por otro lado, podemos observar a través del gráfico cómo incrementó la deuda financiera para el año 2020, superando el valor del patrimonio neto y además llegando a valores de hasta aproximadamente un 40% con respecto a la deuda y patrimonio neto juntos.

Con respecto a este incremento repentino, nos encontramos con 2 caras de la misma moneda: Por un lado, tenemos un valor de leasing que se mantuvo constante gracias a que se pudo negociar con los terratenientes y propietarios de los establecimientos en cuestión de diferir algunos pagos dadas las circunstancias, con lo cual la empresa logró comprar tiempo e intentar de recuperarse del impacto económico que conllevó.

Por otro lado, en 2019, la empresa Under Armour ingresó en un arreglo crediticio con el banco JP Morgan Chase Bank N.A. para financiarse a mediano plazo, sin embargo, tras lo sucedido en 2020, en mayo del mismo año Under Armour solicitó al banco reducir sus compromisos crediticios de 1,25 mil millones de USD a 1,1 mil millones de USD, cambiando algunos covenants y tarifas del arreglo precedente. Luego, durante el año 2021, se llevó a cabo un tercer arreglo con la entidad bancaria para extender el plazo de los primeros dos arreglos de marzo 2024 a diciembre del 2026.

Por otro lado, la compañía había emitido deuda compuesta principalmente por dos instrumentos financieros: Notas Senior convertibles con rendimiento anual de 1,5% con pagos semianuales y vencimiento al 2024 y por otro lado por Notas Senior con un rendimiento anual 3,25% anual también con pagos semianuales y vencimiento en el 2026.

Las notas senior convertibles pueden ser convertidas en efectivo, acciones comunes de clase "C" o en una combinación de ambas. La tarifa de conversión es de 101,8589 acciones cada USD 1.000 de principal de una nota Senior (lo que equivale a un precio aproximado de USD 9,82 por acción común de clase "C").

Algunos de los covenants más importantes que se tuvieron que pactar y modificar para llevar a cabo el acuerdo con la entidad bancaria constan por ejemplo de mantener un EBITDA consolidado con respecto a un gasto de intereses no menor a 3,5 a 1 y por otro lado, una deuda que no exceda el EBITDA en un ratio de 3,25 a 1. Además, la empresa y los subsidiarios, no pueden incurrir en más deuda, realizar pagos restringidos, usar un

activo como colateral, pedir préstamos, realizar inversiones, realizar pagos por adelantado, entre otras cosas.

Al 31 de diciembre del 2022, la compañía cumplió con sus obligaciones relacionadas a los covenants impuestos en el arreglo.

A continuación, se visualizará el ratio de endeudamiento y la composición de la deuda financiera total. El primero se compone por la razón entre el pasivo y el patrimonio neto. En otras palabras, se puede entender como cada unidad monetaria de deuda que existe por cada unidad monetaria de patrimonio neto:

**Tabla N°8: Evolución del Ratio de Endeudamiento de Under Armour Inc , 2015 – 2022**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Endeudamiento (Pasivo total/PN)	0,7	0,8	0,9	1,1	1,3	2,0	1,4	1,4

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

**Tabla N°9: Composición de la Deuda Financiera Total para Under Armour Inc, 2015-2022 (en millones de USD)**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Deuda Financiera Total</b>	<b>624</b>	<b>790</b>	<b>765</b>	<b>704</b>	<b>593</b>	<b>1.004</b>	<b>663</b>	<b>674</b>
Pasivo Total	1.198	1.613	1.988	2.228	2.693	3.354	2.902	2.859
Activo Total	2.866	3.644	4.006	4.245	4.844	5.031	4.991	4.857
Deuda Financiera Total/Pasivo Total	52,1%	49,0%	38,5%	31,6%	22,0%	29,9%	22,8%	23,6%
Deuda Financiera Total/Activo Total	21,8%	21,7%	19,1%	16,6%	12,2%	19,9%	13,3%	13,9%
Deuda Financiera Total/EBITDA	1,2	1,4	3,8	4,5	1,4	(2,2)	1,1	1,6

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

A través de la anterior tabla, podemos observar cómo fueron evolucionando algunos de los ratios de deuda más importantes en el período analizado.

Comenzando por el endeudamiento, se puede presenciar que el ratio para los últimos años es alto, comenzando por un valor del 72% del total en 2015 para llegar a un pico en el año 2020 donde se visualizan 2 unidades monetarias de deuda por cada unidad de patrimonio.

Luego podemos analizar el endeudamiento financiero, representado por la deuda financiera total que se encuentra por cada unidad monetaria de pasivo total. En este caso, los niveles representados para los primeros años superaba el 50% y correspondía principalmente a deuda de largo plazo emitida por entidades bancarias, sin embargo, para los siguientes años se observó un decrecimiento considerable relacionado con la deuda que contrajo Under Armour con la entidad bancaria JP Morgan Chase Bank N.A. Tal como se describe anteriormente, en el año 2020 la compañía solicita un segundo arreglo al banco con respecto a la emisión de deuda para reducir el monto de las obligaciones de 1,25 mil millones de USD a 1,1 mil millones de USD.

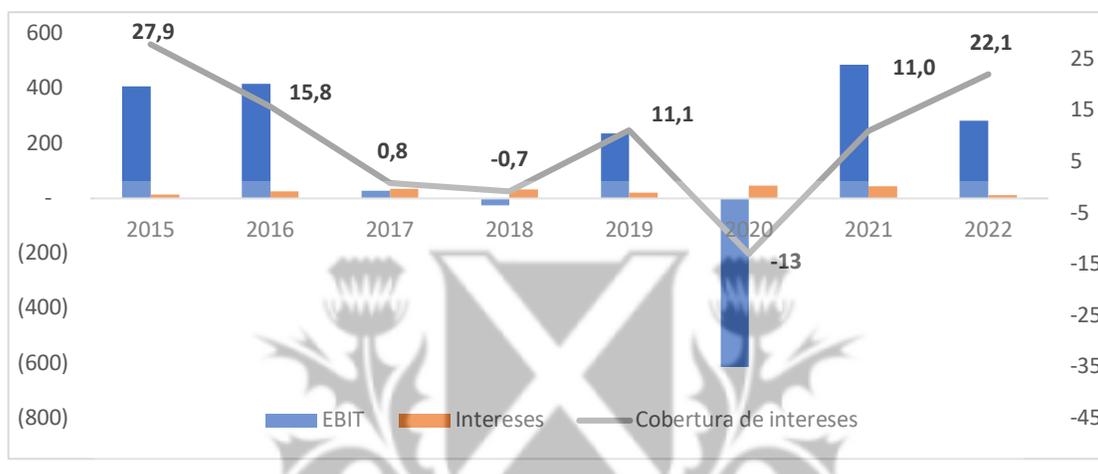
Por otro lado, si observamos el ratio de apalancamiento, podemos observar que los primeros 2 años se mantuvieron en niveles altos con respecto al activo total. En comparación con los años siguientes, se puede presenciar que el valor del activo total era bajo, por lo que la deuda financiera total impactó de una forma más considerable. Para el año 2019 se observó una baja importante en el apalancamiento que se revirtió luego en 2020 dadas circunstancias extraordinarias donde casi se duplicó la deuda financiera total en comparación al año anterior.

Tal como podemos observar, el ratio compuesto por el cociente entre la deuda financiera total y el EBITDA nos permite estimar si la deuda financiera puede ser cubierta por este último. El año 2017 y 2018 representan años que la deuda financiera total representa proporcionalmente valores muy altos y no pueden ser cubiertas por las ganancias.

La deuda financiera total con respecto al activo total es muy bajo, lo cual nos va a permitir observar a continuación de una manera muy similar como la misma tampoco representa

un porcentaje alto con respecto a la cobertura de intereses que va a ir evolucionando año a año:

**Gráfico N°20: Evolución del ratio de la Cobertura Financiera para Under Armour, 2015 – 2022 (en millones de USD)**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Como se puede observar en el gráfico, la compañía no parece poder afrontar el pago de intereses para 3 años (2017, 2018 y 2020) y fue muy oscilante en el período analizado. Sin embargo, el valor de los intereses en comparación a los años que si se pueden afrontar los mismos, suelen ser bastante más bajos que los valores del EBIT.

Además, podemos observar que en el año 2022 el valor de los intereses es muy bajo a pesar de tener una deuda financiera total alta para este año. Esto se debe principalmente a que la empresa recompró aproximadamente 419 millones de USD en monto de agregado del principal sobre la deuda que contrajo con J.P. Morgan. Dada esta cancelación de deuda, el valor a pagar de intereses para 2022 fue de 12,8 millones de USD, a comparación de 2021, donde los intereses ascienden a 44,3 millones de USD.

Por otro lado, uno de los años analizados donde no se pueden afrontar los intereses se debe principalmente a tener un EBIT negativo, el único año donde ocurre, el año 2020.

Para 2017 y 2018 los intereses superan al EBIT como hecho aislado que no resulta común teniendo en cuenta que en los demás años el EBIT supera a la deuda por una proporción mayor a las diez veces.

### 3.5 Indicadores de Liquidez

El ratio de liquidez, por otro lado, demuestra la capacidad que puede tener la empresa para afrontar sus principales pasivos corrientes con la utilización exclusiva de sus activos corrientes. Los resultados mostrados por Under Armour son muy buenos, siempre rondando en un valor de 2, lo que significa que por cada unidad de deuda a corto plazo, la compañía tenía casi el doble de unidades monetarias de sus activos corrientes para poder saldarla. Generalmente, si el valor supera el valor de 1 la compañía se encuentra en una buena posición de liquidez, por lo cual en este caso se puede presenciar una estrategia efectiva para mantener la liquidez a pesar de los altibajos exógenos.

Al observar el ratio de liquidez en comparación con el test ácido, se puede observar un comportamiento en el tiempo muy similar, lo cual nos permite concluir que la proporción de inventarios en cada año fue muy similar con el correr de los años:

**Tabla N°10: Evolución de Ratios de Liquidez para Under Armour Inc, 2015-2022**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ratio de Liquidez (Activo Corriente/Pasivo Corriente)	3,13	2,87	2,20	1,97	1,90	2,28	2,30	2,18
Test Ácido (Activo Corriente - Inventarios / Pasivo Corriente)	1,49	1,53	1,11	1,20	1,27	1,65	1,74	1,57
Cash Ratio (Caja y Equivalentes/Pasivo Corriente)	0,27	0,37	0,29	0,42	0,55	1,07	1,15	0,52

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Por otro lado se puede observar un considerable incremento de caja y equivalentes a partir del año 2020, donde el ratio comienza a superar la unidad, retomando valores más regulares para el año 2022.

El pasivo corriente incrementó con el correr de los años llegando a máximos en 2021. Sin embargo, el ratio de efectivo aumentó durante los últimos años ya que el incremento de la caja y equivalentes fue mayor proporcionalmente, demostrando la suficiente liquidez para afrontar diferentes compromisos.

#### 4. Valuación por Flujo de Fondos Descontados (DCF – Discounted Cash Flows)

##### 4.1 Lineamientos Preliminares

El primer método de valuación que se va a utilizar con respecto a la compañía Under Armour Inc. consta del flujo de fondos descontados o DCF, que provee de una herramienta valiosa para evaluar opciones de inversión a través del valor presente de la compañía estimando flujos de fondo futuros y descontando estos mismos a través de una tasa de descuento que refleja el riesgo apropiado para inversiones de riesgo similar.

Esta metodología resulta en un cálculo que se determina con el uso de los flujos de fondos disponibles para la empresa, es decir, aquellos flujos netos que pueden ser distribuidos entre los accionistas y acreedores. Entonces para arribar al valor presente de los flujos de fondos se lleva a cabo la siguiente ecuación:

$$VP_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{VT_N}{(1+r)^N} \quad \text{donde:} \quad VT_N = \frac{FCFF_{N+1}}{(r-g)}$$

Las abreviaciones de la ecuación anterior hacen referencia a los siguientes conceptos:

$VP_{FF}$  = Valor Presente de los Flujo de Fondos Futuro.

$FCFF_t$  = Flujo de Fondos disponible para la empresa en el momento "t".

r = Tasa de descuento.

$VT_N$  = Valor Terminal en el momento N.

g = tasa de crecimiento estimada a perpetuidad.

En este caso particular, se estimará el valor de la empresa al 31 de diciembre del 2022. Para llevar a cabo esta metodología, es necesario definir la vida de la empresa que estamos analizando, la cual estimaremos como una vida con duración infinita a futuro o a perpetuidad, que conllevará a un valor terminal que se adiciona al período que se realizará.

El análisis de los flujos de fondo descontados debe contar con diferentes escenarios que muestren diferentes tipos de riesgo y estimaciones. Esto se debe principalmente a que a pesar del análisis futuro, hay muchas variables que no son certeras por lo que se debe tener en cuenta cómo se pueden comportar estas variantes, interpretándolos como por ejemplo a través de escenarios base, optimista y pesimista.

Para poder realizar la estimación de los flujos de fondos futuros, va a ser importante tomar como referencia una tasa de crecimiento de las ventas teniendo en cuenta el análisis histórico llevado a cabo. Por otro lado, va a ser importante analizar los márgenes brutos que se van a estimar para el futuro y cómo fue el comportamiento para los últimos 7 años.

A la hora de estimar el valor de la empresa, va a resultar fundamental descontar los flujos de fondos a través de una tasa WACC (por sus siglas en inglés, Weighted Average Cost of Capital). Esta tasa de descuento va a estar compuesta por el costo promedio ponderado del capital:

$$WACC = \frac{E}{D + E} (r_e) + \frac{D}{D + E} (r_d)(1 - t)$$

En la fórmula para calcular la tasa WACC, nos encontramos con la sumatoria entre el costo del equity ponderado según el peso que tiene sobre el total de la estructura de capital y, por otro lado, el costo de la deuda ponderado por el peso que tiene la misma sobre la estructura de capital, quitándole el efecto de los impuestos a través del escudo fiscal.

Tomando como referencia el costo de deuda, nos encontramos con que el mismo va a consistir en el interés que pagamos sobre la deuda financiera total al momento de la valuación. Luego, para completar la estructura de deuda, se prorratea acorde a la ecuación general de la tasa WACC.

Lo mismo sucede con el costo de capital, con el cual se utiliza una tasa libre de riesgo que tendrá en cuenta un factor Beta y el riesgo del mercado para luego ser prorrateado con la estructura general del capital.

Va a resultar fundamental para la proyección futura tener en cuenta todas las acciones e inversiones llevadas a cabo por los altos mandos y la gerencia. En el caso del valor del EBIT, nos podemos encontrar que, en los años 2017, 2018, 2020 y 2021 ocurrió un ajuste relacionado a gastos de restructuración que distorsionaron los resultados y en algunos casos llevaron al EBIT ajustado a valores negativos. Sin embargo, se toman estos gastos como inversiones importantes para los resultados futuros y relevantes para el crecimiento de la empresa.

Por otro lado, resulta importante mencionar un cambio reciente que ocurrió en junio del 2022, momento en el que Patrik Frisk, quien venía siendo el presidente, Chief Executive Officer (CEO) y miembro de la junta directiva, renunció a sus cargos en la compañía. Esto va a generar cierta incertidumbre en los meses siguientes a pesar de ya haber nombrado a Colin Browne (ex Chief Operating Officer, COO) como presidente provisional, ya que Under Armour seguía en búsqueda de un nuevo líder definitivo. Finalmente, en febrero del 2023, asume Stephanie Linnartz como nueva CEO titular.

#### 4.1.1 Flujos de Fondo Disponibles para la Firma

Tal como se describe en el apartado anterior, para llegar al valor presente de los flujos de fondos futuros, es importante determinar primero como están compuestos los flujos de fondos disponibles para la firma proyectados en diferentes momentos con una periodicidad anual.

Con el propósito de calcular este concepto, se utiliza la siguiente ecuación consensuada:

$$\begin{array}{l} \text{EBIT (1- alícuota impositiva)} \\ + \text{ Depreciaciones y Amortizaciones} \\ - \text{ Inversiones de Capital (CAPEX)} \\ +/- \text{ Variación del Capital de Trabajo Neto} \\ \hline \text{Flujo de Fondos disponibles para la Firma (FCFF)} \end{array}$$

Es importante destacar para poder llevar a cabo la siguiente fórmula algunos supuestos a tener en cuenta:

En primer lugar, el EBIT se ve afectado por la alícuota impositiva porque justamente el mismo es independiente de la estructura de capital de la empresa. Dado que se aplica el escudo fiscal de la deducción de intereses en el cálculo de la tasa WACC, el EBIT prescinde de esto y se tiene en cuenta como parte de una firma no apalancada, es decir que no contrae deuda, solo se financia a través del capital accionario de la misma.

Por otro lado, es importante destacar la extracción del CAPEX o inversiones de capital que hacen referencia a inversiones de la empresa o mantenimiento de los bienes utilizados para el funcionamiento del mismo.

Además, en el caso del EBIT, se adherirán las amortizaciones y depreciaciones que a pesar de no contar con un impacto en la caja del negocio, sí representa un costo contable del mismo.

Una última consideración para tener en cuenta en el cálculo de los flujos de fondos disponibles, es restar el aumento del capital de trabajo neto, que está compuesto por la variación de las cuentas a pagar y a cobrar y la cuenta de inventarios presentes en los balances del negocio.

#### **4.1.2 Proyección de Ventas**

Para la proyección de las ventas, se llevó a cabo la investigación del crecimiento del mercado de las ventas para la indumentaria deportiva en un período futura que tiene en cuenta los períodos anuales entre el 2023 y el 2027.

Tomando como referencia información proporcionada por diferentes fuentes financieras con reportes llevados a cabo en el año 2022 por la SFIA (Sports & Fitness Industry Association), luego de la crisis económica que generó la pandemia en 2020, el mercado de indumentaria deportiva pasará de valer 260 mil millones de USD en 2022 a valer 325 mil millones de USD en el año 2028 con un CAGR de 4,5% durante el período mencionado.

Junto a esta estimación, se encuentran datos estadísticos importantes a tener en cuenta que confirman el crecimiento del rubro. Por un lado, el crecimiento de la participación de las mujeres en los deportes profesionales y amateurs con una frecuencia periódica, que incrementó un 19,6% en 2021, en comparación al año 2018 que había incrementado 17,2%.

Además, el avance de la tecnología y la protección que la misma brinda a la hora de realizar deporte, llamó la atención de más usuarios que están dispuestos a pagar más dinero por accesorios y aplicaciones que les permita realizar actividad física con mayor seguridad y confianza.

Los datos que se tienen en cuenta en los reportes de investigación, se proporcionan en base a datos estadísticos y de evolución de diferentes parámetros dentro del mundo

deportivo y las tendencias que se fueron desarrollando. Como principales parámetros geográficos, se toman como referencia las siguientes zonas estudiadas:

- América del Norte (Estados Unidos, Canadá y México)
- Europa (Alemania, Reino Unido, Francia, Italia, Rusia, España, etc.)
- Asia-Pacífico (China, Japón, Corea, India, Australia, Sudeste Asiático, etc.)
- Sudamérica (Brasil, Argentina, Colombia, etc.)
- Oriente Medio y África (Sudáfrica, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos)

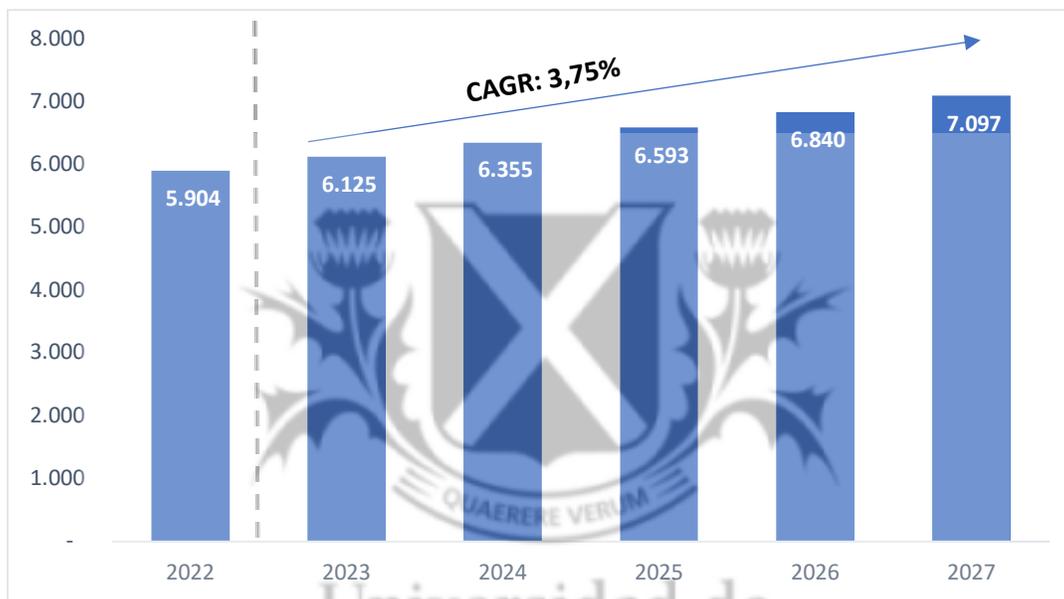
Algunas estimaciones que se pueden realizar en base a los valores observados en los últimos años en la industria de indumentaria deportiva y teniendo como supuestos no sólo el crecimiento del mercado, sino que también diferentes tendencias populares que se van evidenciando de antemano, se pudo arribar a los supuestos anteriores de crecimiento sostenido de las ventas netas.

Por otro lado, la gerencia de Under Armour inc, se encuentra en un proceso de reformas estratégicas, donde la marca espera firmar alianzas con diferentes distribuidores mayoristas para retomar algunas de las relaciones que llevaba antes del 2020 en Estados Unidos. Además, con respecto a la marca, la actual CEO, Stephanie Linnartz, puso en marcha la estrategia denominada “PTH 3” o “Protect the house 3”, que trata sobre una estrategia que impulse el negocio concentrándose en el ADN de la marca, áreas clave sobre los productos y crecer el negocio principalmente en Norteamérica.

A través de la información investigada y analizada y la fórmula propuesta con el CAGR, se van a estimar las ventas para los próximos 5 años. Teniendo en cuenta como Under Armour fue perdiendo participación de mercado, cómo oscilaron las ventas para los últimos años y las mejoras que plantea la gerencia a futuro, se espera un incremento de ventas por debajo del crecimiento de la industria, pero por encima del valor del crecimiento del PBI e inflación de los Estados Unidos de América.

Dado que el crecimiento de la industria se proyecta con un CAGR de 4,5% y el valor a perpetuidad estimado es de 3,48%, resulta pertinente proyectar las ventas de Under Armour con un valor intermedio con un CAGR de 3,75% para los próximos años:

**Gráfico N°21: Proyección de las ventas netas para el período 2022-2027 (en millones de USD)**

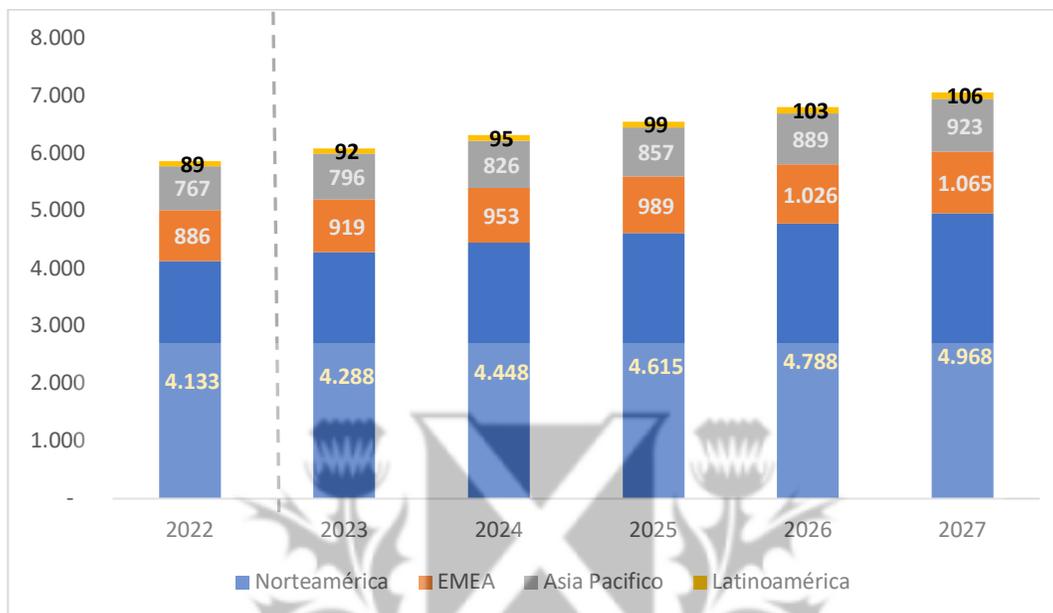


Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Por otro lado, se evaluó la participación según zona geográfica y se observó que cuando ocurre el impacto generado por la pandemia, algunas zonas geográficas como EMEA y Latinoamérica mejoran su participación en las ventas en comparación a Norteamérica, que reduce su participación en un 3,6%.

Sin embargo, a pesar de estos cambios, no se consideran como impactos extraordinarios, por lo que se utilizarán los porcentajes correspondientes a la participación de las ventas según zona geográfica del año 2022 como constantes para la proyección de los próximos 5 años:

**Gráfico N°22: Proyección de Ventas netas según Zona geográfica en el período 2022-2027 (en millones de USD)**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

#### 4.1.3 Proyección de Márgenes

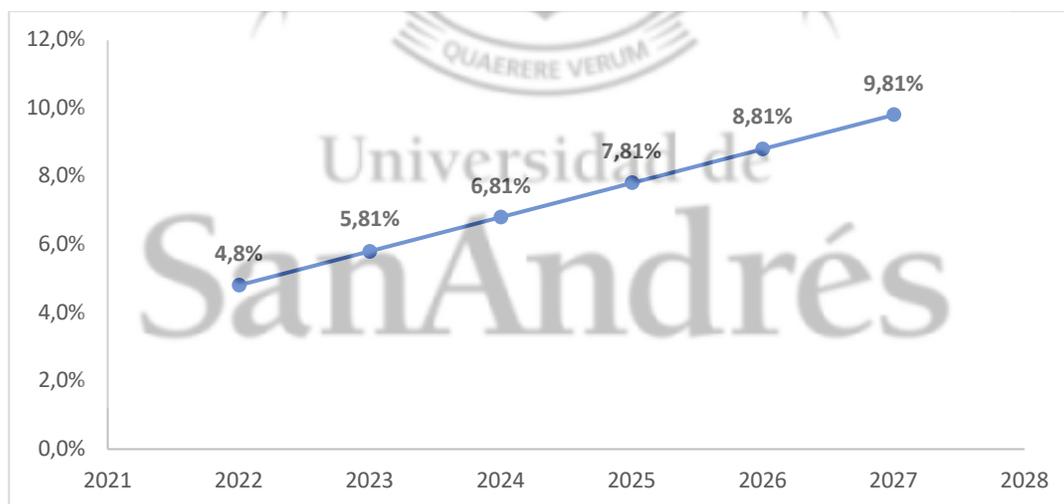
Tal como se observa en el apartado de los indicadores de rentabilidad, se va a utilizar como referencia el cociente entre el EBIT sobre las Ventas de la compañía ya que nos va a permitir evaluar a la empresa en base a su capacidad de generar valor exclusivamente acorde a su actividad productiva sin tener en cuenta los intereses e impuestos.

Si observamos el análisis del ratio del EBIT sobre las Ventas para los últimos 7 años, podemos observar que desde el 2018 en adelante la tendencia general principal es de crecimiento. Podemos encontrar una inconsistencia en el año 2020 dado a todo lo que representó la pandemia para los procesos productivos y la distorsión de los ingresos.

Desde el año 2017, la empresa sufre de altibajos con respecto a los márgenes dado a determinados problemas de restructuración, inventario y una baja en la demanda. Sin embargo, a partir de los años consecutivos la empresa comienza a ordenarse mejor y dejar de visualizar el impacto de determinados costos extraordinarios.

Con propósitos analíticos, vamos a desestimar el resultado negativo y extraordinario que se obtuvo en el año 2020 para el ratio anteriormente señalado. Dado a cómo se vio afectada la compañía por la baja en la demanda de los productos y en todos los gastos que tuvo que incurrir para poder remediar diferentes situaciones de infraestructura y cambios estructurales, la estimación a futuro va a ser de recuperación constante y optimista: el incremento del margen EBIT será de un 1% anual hasta el año 2027 con la premisa que mejorará a largo plazo:

**Gráfico N°23: Proyección del Margen EBIT sobre Ventas, 2022 - 2027**



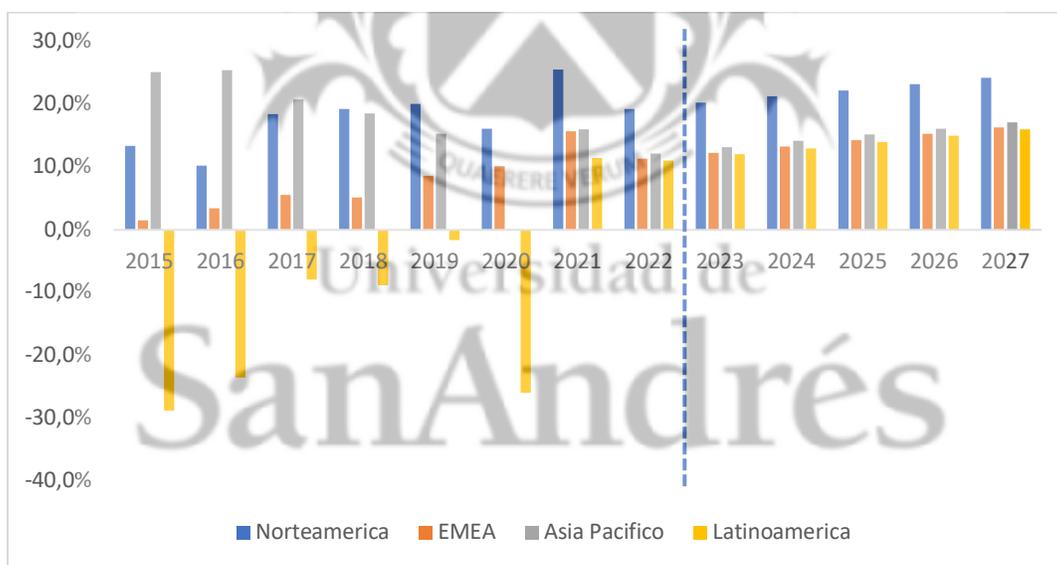
Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Tal como se puede observar, nos encontramos con una proyección de crecimiento sostenido con el correr de los años. Para que ello ocurra, se estima que los ingresos operativos van a ser menos afectados por costos de restructuración tal como sucedió en los últimos años y además, se estima que el crecimiento contará con mejoras a mediano

plazo, planteando un cambio rotundo en la estructura de costos que permita a la empresa, a pesar de perder cuota de mercado, poder presentar mejoras en los márgenes.

Por otro lado, para tener una visión más detallada sobre cómo se fueron dando los diferentes ratios, se evaluó el margen de EBIT sobre Ventas tomando como punto de referencia los diferentes segmentos geográficos para observar qué sectores sufrieron mayores distorsiones y cuales se mantuvieron en mejores condiciones con el pasar de los años. Luego se proyectó en base a las tendencias que se venían observando:

**Gráfico N°24: Proyección y Evolución del margen EBIT según segmento geográfico, 2015 - 2027:**



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Tal como se puede observar en el gráfico, la zona geográfica que mayor cantidad de operaciones lleva, Norteamérica, venía demostrando una mejora en el margen EBIT pero sufrió una leve caída el año 2020, para luego retomar y mostrar una mejora importante en 2021, año en el que los ingresos operativos se duplicaron con respecto al año anterior y las ventas aumentaron en un 41%. Para el año siguiente se observó que el ratio es

menor ya que absorbió todo el impacto del incremento de la demanda repentina luego del COVID-19 y luego irá creciendo paulatinamente hasta el año 2027.

Para el caso de EMEA y Asia Pacifico, nos encontramos con comportamientos opuestos donde en el primer caso se observa un aumento sostenido desde el 2017 sin demostrar impacto importante en el año 2020, mientras que en el segundo caso se visualiza una caída constante hasta el año 2020, donde luego se remonta en 2021 a un ratio aproximado del 19%. En estos dos casos, para la proyección también estimamos que el año 2023 será menor debido al impacto del aumento de la demanda que se presentó en 2021, e irá creciendo constantemente hasta el 2027.

Por último, nos encontramos con un caso particular que es el de Latinoamérica. Como se puede observar en el gráfico, desde el año 2017 viene presentando valores negativos con excepción a los años 2021 y 2022 respectivamente, cuando retoma a valores positivos considerables. Algunas de las razones por la cual nos encontramos con estos valores negativos radica en los valores negativos que se presentaron en los ingresos operativos. Esto se causó ya que los canales de ventas directos no estaban funcionando en algunos países tales como Argentina, Brasil y Chile y Colombia, por lo que se decidió cambiar esta modalidad por una modalidad de distribuidores independientes que conectan principalmente con un canal de distribución internacional situado en Panamá.

#### **4.1.4 Depreciaciones y Amortizaciones**

Tomando como referencia los últimos 7 años desde el último balance (2022), la adquisición de nuevas propiedades, plantas y equipamiento tuvo en promedio un crecimiento del 4,3%, valor que se utilizará para las estimaciones a futuro:

**Tabla N°11: Proyección de las Propiedades y Equipamiento Bruto, 2022 – 2027 (en millones de USD)**

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Propiedades y equipamiento</b>	1.736	2.001	2.277	2.562	2.858	3.166

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Con respecto a las depreciaciones y amortizaciones, se observó para el mismo período analizado, un rango entre 9,1% y 12,3% del total de los activos fijos sujetos a depreciación y amortización (Propiedad, Planta y Equipos).

Sin embargo, suponemos que para la proyección a futuro se utilizará un promedio de los últimos 3 años para Under Armour que brinda un valor de 9,2% de depreciación y amortización más representativo para los activos fijos en cuestión:

**Tabla N°12: Proyección de las Depreciaciones y Amortizaciones, 2022 – 2027 (en millones de USD)**

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Depreciaciones y Amortizaciones</b>	137,6	184,2	209,5	235,8	263,0	291,3

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

#### **4.1.5 Impuestos**

Con respecto a los impuestos aplicados para la proyección, se va a utilizar un porcentaje correspondiente al 21%, haciendo referencia al valor de los impuestos a las ganancias corporativas que se encuentra presente en los Estados Unidos de América en 2022.

#### **4.1.6 Capital de Trabajo**

Al analizar el capital de trabajo neto que se evaluó anteriormente, si nos detenemos a observar la relación que tiene el mismo con las ventas netas, nos podemos encontrar que en los últimos 7 años, se cuenta con un promedio del 21%. Sin embargo, la tendencia en los últimos años tendió a disminuir, mostrando para los últimos 3 años un promedio del 18,1%, valor que se utilizará para calcular el capital de trabajo neto para los próximos años.

Es importante destacar que el efecto de un incremento de capital de trabajo significa un impacto negativo en el flujo de fondos de la firma, mientras que si nos encontramos con una disminución del capital de trabajo el impacto resultará positivo.

#### **4.1.7 Inversiones en Bienes de Capital**

Para llevar a cabo las proyecciones con respecto a las inversiones en bienes de capital se toma como principal indicador el cociente entre las inversiones de bienes de capital y las ventas que ocurrieron en el período de los últimos 7 años.

Al observar los datos históricos que ocurren con la empresa, se pudo observar que la tendencia de las inversiones en bienes de capital es decreciente, es decir que con el pasar de los años, la empresa Under Armour invirtió en una proporción menor en propiedades, equipamiento y bienes fundamentales para el funcionamiento de la misma en diferentes locaciones geográficas. Esto puede estar relacionado con las fuertes inversiones que se llevaron a cabo sobre la reestructuración ocurrida en los primeros años del período y como luego cesaron en gran medida ya que constaba de acciones extraordinarias.

El promedio de inversiones en bienes de capital con respecto a las ventas para los últimos 7 años es de un 4,3%. El primer valor que se observó para el 2015 es de un 7,5% mientras que el último valor que se presencié para el año 2022 consta de un 3,2%:

**Tabla N°13: Capex promedio e histórico de Under Armour Inc, 2015 - 2022 (en millones de USD)**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
<b>CAPEX</b>	299	387	281	170	146	133	70	188	<b>4,3%</b>
<b>CAPEX/Ventas</b>	7,5%	8,0%	5,6%	3,3%	2,8%	3,0%	1,2%	3,2%	

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Tal como se puede visualizar en la tabla anterior, la tendencia de las inversiones en bienes de capital son decrecientes y de la misma forma se ve afectado en relación a las ventas totales.

Teniendo en cuenta esta tendencia, para la proyección futura se utilizará el promedio representado por un 4,3% de las ventas debido a que se estima que en el periodo de los próximos 5 años vamos a encontrarnos con alguna necesidad de inversión extraordinaria que erradicará en alcanzar un promedio similar al de los 7 años pasados.

A pesar de que vaya en contra de la tendencia decreciente histórica, se cree fuertemente que dadas las circunstancias económicas y cambiantes que se comenzaron a evidenciar en los últimos años luego de ocurrida la pandemia, la empresa se verá forzada a realizar en el futuro gastos extraordinarios de restructuración e inversión aislados para poder mantener su modelo de negocio o adaptarse a los nuevos cambios que ocurran.

#### **4.1.8 Valor Terminal**

Dado que en nuestro análisis se va a tomar en cuenta un período a futuro solamente de 5 años, resulta fundamental estimar para los años posteriores una tasa de crecimiento que proyectaremos a perpetuidad que represente a los flujos de fondo que vienen por delante de la estimación llevada a cabo. Esta tasa es propia del modelo de crecimiento de Gordon (Gordon Growth model en inglés).

Esta tasa “g” o de crecimiento será utilizada para el período residual que se incluirá luego de los 5 años posteriores analizados y que será determinante para el resultado ya que indicará como será la evolución de los factores a partir de aquel momento.

En términos nominales, cabe destacar que el valor terminal no sólo se aplica en el flujo de fondos, sino que también es extraído de la tasa WACC con la que descontamos los flujos para poder llegar al valor presente.

Para poder estimar el valor a perpetuidad, utilizaremos como referencia los valores del producto bruto interno e inflación estimadas para los Estados Unidos de América exclusivamente. Esto se debe a que sólo Estados Unidos representa un nivel de ventas de aproximadamente el 70% del total en comparación a las otras regiones, por lo que resulta pertinente seleccionar como estimativos solo los datos del país de donde proviene la empresa.

Se utilizó un informe llevado a cabo por el Fondo Monetario Internacional (IMF, sus siglas en inglés) para poder determinar una proyección del producto bruto interno y la inflación futura. Los valores proyectados obtenidos corresponden al año 2026 para los Estados Unidos de América y se componen de lo siguiente:

**Tabla N°14: Proyección de datos económicos y financieros de los Estados Unidos de América, 2026**

<b>Pais</b>	<b>PBI Real</b>	<b>Inflación</b>	<b>Tasa Nominal</b>
Estados Unidos de América	1,58%	1,90%	3,48%

Fuente: elaboración propia en base a los reportes del FMI, 2022

Tal como podemos observar, acorde a los datos obtenidos y teniendo como referencia un criterio optimista por parte del informe producido por la IMF, el valor terminal constaría de un 3,5% a perpetuidad.

La fórmula que utilizaremos para calcular el valor terminal consta de lo siguiente:

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

Donde:

VTN: Valor terminal en el momento “N”

FCFFN: Flujo de fondos disponible para la firma en el momento “N”

r: Tasa de descuento (WACC)

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

Todos los valores correspondientes a la ecuación para calcular el valor terminal se encuentran expuestos en los apartados anteriores y posteriores y se verá reflejada en el último período de flujo de fondos.

#### **4.2 Tasa de descuento**

Tal como se menciona anteriormente, para poder concluir con un valor presente de los flujos de fondo disponibles de la firma será necesario utilizar una tasa que represente el costo de capital balanceada acorde a las deudas y el capital de la misma.

A continuación evaluaremos cada factor de la tasa de descuento por separado para describir como se arribó a los resultados estimados:

### 4.2.1 Costo del capital Propio (Ke)

Para poder llevar a cabo la estimación del costo de capital o retorno esperado por los accionistas, utilizamos uno de los modelos más reconocidos en esta práctica denominado Capital Asset Pricing Model, también representado por sus siglas en inglés como CAPM.

El modelo anteriormente descrito nos permite estimar cuanto va a ser aproximadamente el retorno de un activo específico teniendo en cuenta el riesgo sistemático que lo afecta.

En mayor detalle, para estimar el costo del equity o capital nos encontramos con la siguiente fórmula:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Para la tasa libre de riesgo o risk free en inglés (rf), se va a utilizar la tasa de 10 años de los Bonos del Tesoro (10-year Treasury Bond) de Estados Unidos de América. Al 31 de diciembre del 2022 la tasa es del 3,9%. Es práctica común seleccionar este activo para estimar la tasa libre de riesgo ya que suponemos que cumple con las dos funciones fundamentales que indican que el mismo no tiene riesgo de default por un lado y que tampoco corre el riesgo de reinversión.

Cabe destacar que para la tasa de los bonos del tesoro de 10 años, desde diciembre del 2021 a diciembre del año siguiente, hubo un aumento de la tasa en un 155% dadas las circunstancias económicas que se están presentando en el marco inflacionario de los Estados Unidos de América.

Además, para calcular el Beta ( $\beta$ ), se va a realizar una regresión de los retornos de Under Armour (UAA) contra los retornos del índice Standard & Poor's 500 (S&P 500) para un período de 5 años. Finalmente, para la prima de riesgo de mercado ( $r_m - r_f$ ), se va a utilizar la rentabilidad de los últimos 50 años del índice Standard & Poor's 500 y se le va

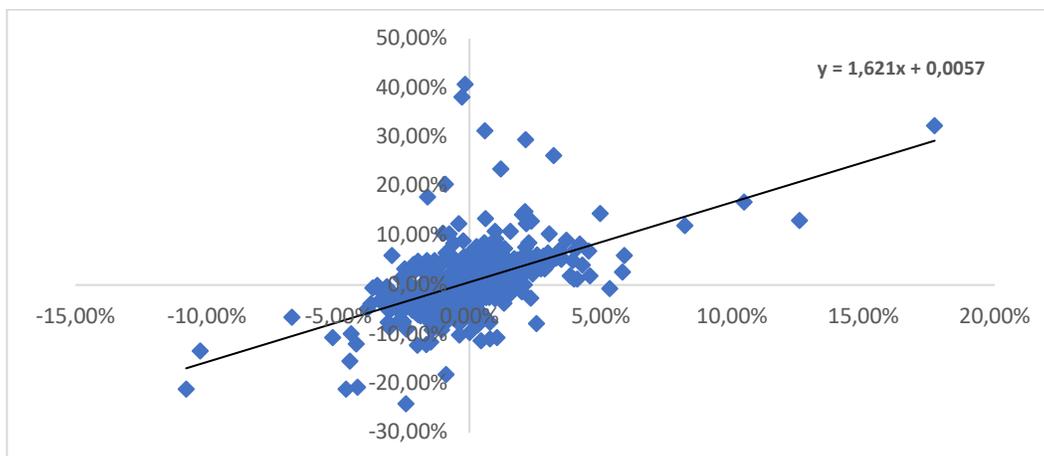
a restar la libre de riesgo anteriormente estimada como la tasa de 10 años del Bono del Tesoro Estadounidense.

Se utilizó el índice de Standard & Poor's 500 como riesgo que representa al mercado en su totalidad debido a que el mismo consta de las 500 empresas de los Estados Unidos más grandes con respecto a niveles de capitalización de mercado. Las mismas son seleccionadas por un comité que evalúa que las empresas cumplan con determinadas condiciones relacionadas con la capitalización de mercado y el volumen de acciones negociado en un período determinado de tiempo, entre otras. Es un buen estimativo general para comprender el comportamiento del mercado y compararlo con casos particulares, como en esta ocasión.

Una vez realizado el análisis comparativo, se estimó un valor Beta redondeado de 1,62. Para llegar a este resultado, en primer lugar se calcularon los retornos totales con frecuencia semanal correspondiente a los últimos 5 años del capital accionario de la empresa Under Armour Inc, y de la misma manera, para el índice de S&P 500 como parámetro representativo del mercado. Luego, se utilizó el método de regresión lineal para comparar a ambos retornos y encontrar como se encuentran relacionados y qué valores estadísticos proporcionan:

Universidad de  
**San Andrés**

**Gráfico N°25: Retornos de la acción Under Armour Inc vs el índice Standard & Poor's 500, 2017-2022**



Fuente: elaboración propia en base a los datos extraídos de Yahoo Finance, 2017-2022.

**Tabla N°15: Resultado Estadístico de la regresión lineal entre Under Armour Inc y el índice de Standard & Poor's 500**

Regression Statistics	
Multiple R	0,53940527
R Square	0,29095804
Adjusted R Sq	0,28956229
Standard Error	0,0543794
Observations	510

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0,61644014	0,61644014	208,459714	7,6825E-40
Residual	508	1,50221636	0,00295712		
Total	509	2,1186565			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,00571139	0,00241051	2,36937413	0,01819109	0,0009756	0,01044718	0,0009756	0,01044718
X Variable 1	1,62169593	0,11232033	14,438134	7,6825E-40	1,40102639	1,84236547	1,40102639	1,84236547

Fuente: elaboración propia en base a los datos extraídos de Yahoo Finance, 2015-2022.

Estos valores nos permite deducir que un cambio ocurrido en el mercado, puede afectar a Under Armour en la misma dirección pero de una manera más agresiva. En otras palabras, la empresa es sensible ante los cambios que puedan ocurrir en el mercado. Sin embargo, los datos estadísticos nos permiten también observar a través del coeficiente del R cuadrado que solo el 28% de los cambios en el precio de la empresa se ven representados por cambios en el mercado.

Por otro lado, se procedió a calcular con el mismo horizonte temporal un valor beta para las principales empresas competidores que representarían a la industria: Nike, Adidas y Lululemon Athletica. Este beta representaría un valor apalancado, que a través de valores de mercado de la estructura de deuda sobre capital y su tasa impositiva podemos desapalancarlo para tener un valor que no se ajuste a estos factores determinantes. De esta forma, se arribó a un valor promedio de Betas desapalancados de la industria igual a 0,69 y se utilizó este mismo valor para estimar el valor del Beta apalancado de Under Armour Inc al incluirle al mismo su estructura de deuda sobre capital e impositiva:

**Tabla N°16: Betas de la industria de Indumentaria Deportiva Apalancados y Desapalancados, 2022**

	Nike	Adidas	Lululemon Athletica
<b>Beta Apalancado</b>	<b>1,05</b>	<b>0,80</b>	<b>1,15</b>
D/E	0,63	0,31	0,69
Tasa Impositiva	21%	19,4%	21%
Beta Desapalancado	0,70	0,64	0,74
<b>Beta Desapalancado Promedio</b>			<b>0,69</b>
D/E Under Armour Inc			0,33
Tasa Impositiva			21%
<b>Beta Apalancado Under Armour Inc</b>			<b>0,87</b>

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2015-2022.

Tal como se puede observar en la tabla anterior, el valor apalancado del beta de Under Armour Inc resulta un poco más elevado que el promedio de la industria, sin embargo se encuentra dentro de un rango razonable. Podemos encontrar una gran diferencia con respecto al Beta calculado anteriormente en la regresión simple y se puede deber a muchos factores, tales como la temporalidad utilizada para el cálculo, el horizonte de tiempo y ciertas inconsistencias propias del período seleccionado para la comparación.

Sin embargo, la tendencia en tanto los betas apalancados como en los desapalancados muestran que Under Armour se encuentra superando el valor promedio de la industria y que en consecuencia puede reaccionar con mayor sensibilidad ante cambios del mercado en comparación a sus competidores.

Utilizando los últimos 30 años de valores del índice como referencia, se pudo determinar un promedio del 10,7% y se pudo estimar además el MRP o Market Risk Premium al restarle al mismo el valor de la tasa libre de riesgo antes calculada, dando un resultado de 6,9%.

Una vez llevado a cabo el cálculo para estimar el costo de capital propio utilizando los valores anteriormente evaluados, se arribó a un valor del 14,9%.

#### **4.2.2 Costo de la Deuda**

El costo de la deuda de la empresa está compuesto principalmente por Senior Notes de 3,25% con vencimiento en el 2026 y Obligaciones preferentes convertibles de 1,5% con vencimiento en el 2024. El ratio de deuda que implica cada una con respecto al total es de 88,1% de Senior Notes contra 11,9% de Obligaciones preferentes convertibles.

Debido a la superioridad que representan las Senior Notes, se utilizará su tasa de retorno como referencia para el costo de la deuda. Llevando a cabo el cálculo de la YTM tomando como referencia el valor del 31 de diciembre del 2022, la misma da como resultado 6,4%.

### **4.2.3 Estructura de Capital**

Un factor determinante para calcular la tasa ponderada promedio del costo de capital radica en cómo se encuentra distribuida la estructura de capital compuesta por el equity y la deuda a valores de mercado al 31 de diciembre del 2022.

Tomando como base los estados financieros de los últimos años, se obtuvo como resultado una estructura de capital promedio que corresponde 70,2% de capital propio contra un 29,9% de deuda con terceros.

Al comparar con dos de sus mayores competidores (Nike y Adidas), la empresa Under Armour cuenta con una estructura de capital donde muestra tendencia a apalancarse en el transcurso de los años, sin embargo, la misma tiene menor tendencia a apalancarse que Adidas, pero mayor que Nike.

Estos valores son determinantes ya que tal como se pudo observar anteriormente, la ecuación que representa a la tasa de descuento utiliza estos ponderadores para poder alocar el costo de capital y el costo de deuda acorde a los porcentajes que los mismos representan del total y de esta forma no llegar a conclusiones erróneas.

### **4.2.4 Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)**

Luego de haber realizado el análisis correspondiente para cada componente de la fórmula, a continuación podemos observar el valor de la tasa correspondiente al costo promedio ponderado de capital que luego utilizaremos:

**Tabla N°17: Cálculo del Costo Promedio de Capital (WACC) de Under Armour Inc**

<b>Costo Promedio Ponderado del Capital</b>	
<b>Costo del capital Accionario (Ke)</b>	<b>14,9%</b>
Tasa Libre de Riesgo (rf)	3,85%
Beta Under Armour	1,62
Prima de Riesgo del Mercado	6,9%
<b>Costo de la Deuda (Kd)</b>	<b>6,4%</b>
Tasa Impositiva	21%
<b>Estructura de Capital</b>	
Capital Accionario	70,2%
Deuda	29,8%
<b>WACC</b>	<b>12%</b>

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos de valuación para la compañía

Es importante mencionar que los datos proporcionados representan una tasa WACC que se ve afectada por un lado, por un incremento importante que ocurre en la tasa libre de riesgo desde 2021 hacia 2022, aumentando un 155% y por otro lado, al ser Under Armour una empresa con riesgo crediticio “BB” y al haber sido deteriorada mucho financieramente en los últimos años, obtiene su deuda a un costo alto, en este caso, con una tasa de retorno de 6,4%.

### **4.3 Resultado por valuación de Flujo de Fondos Descontados (DCF)**

#### **4.3.1 Escenario Base**

A continuación se van a plasmar los resultados obtenidos a través de la valuación de flujo de fondos descontados. Tal como se evidenció en los apartados anteriores, se utilizó un criterio subjetivo con lineamientos generales para poder estimar el valor de la empresa Under Armour, y gracias a ello, el valor de cada acción:

**Tabla N°18: Resultados de la Valuación de Under Armour Inc a través de la metodología de Flujo de Fondos descontados en el escenario base**

<b>Under Armour Inc</b>	
Fecha de Valuación	31/12/22
Tasa de Descuento (WACC)	12%
Tasa de Crecimiento (g)	3,5%
<b>Valor de Under Armour Inc</b>	<b>4.621</b>
Caja y Equivalentes (31/12/2022)	712
Deuda Financiera (31/12/2022)	(847)
<b>Valor del Equity de Under Armour inc</b>	<b>4,487</b>
Cantidad de acciones al 31/12/2022	444
<b>Precio de la accion al 31/12/2022</b>	<b>10,1</b>
<b>Precio de Mercado al 31/12/2022</b>	<b>10,2</b>

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos de valuación para la compañía

Tal como se puede visualizar en la tabla plasmada, podemos ver que el valor de la empresa Under Armour calculado a través de esta metodología nos lleva a un valor por acción de USD 10,1, un 0,7% más bajo que el precio de mercado que se puede extraer para la empresa al 31 de diciembre del 2022 de USD 10,2.

Si observamos un valor más actualizado correspondiente a mediados de año para Under Armour Inc, nos vamos a encontrar que para fines de junio del 2023 el precio de la acción es de USD 7,22, dando una proyección del precio de la acción un 40% más alto al valor de mercado.

Para la caja y equivalentes y la deuda financiera fijamos los valores extraídos para la fecha analizada y se fijaron para llevar a cabo todos los cálculos necesarios en cada escenario presentado.

### 4.3.2 Escenario Optimista

En este escenario particular, se va a estimar que la empresa va a contar con resultados muy positivos en los próximos 5 años, a pesar de las variables exógenas que se puedan presentar en la economía estadounidense y global.

De la forma en que se va a plasmar esta positividad a futuro consta en mantener un margen operativo muy positivo y constante con el correr de los años que represente el 15% de las ventas. De esta forma, se obtuvieron los siguientes resultados:

**Tabla N°19: Resultados de la Valuación de Under Armour Inc a través de la metodología de Flujo de Fondos descontados en el escenario Optimista**

<b>Under Armour Inc</b>	
Fecha de Valuación	31/12/22
Tasa de Descuento (WACC)	12%
Tasa de Crecimiento (g)	3,5%
<b>Valor de Under Armour Inc</b>	<b>7.982</b>
Caja y Equivalentes (31/12/2022)	712
Deuda Financiera (31/12/2022)	(847)
<b>Valor del Equity de Under Armour inc</b>	<b>7.847</b>
Cantidad de acciones al 31/12/2022	444
<b>Precio de la acción al 31/12/2022</b>	<b>17,7</b>
<b>Precio de Mercado al 31/12/2022</b>	<b>10,2</b>

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos de valuación para la compañía

En este caso, manteniendo todas las demás variables constantes, se arribó a un valor de USD 17,7 por acción, que representan un valor 74% más alto al valor de mercado al 31 de diciembre del 2022.

Para llegar a este valor se mantuvo constante para los 5 años proyectados en un 15% el valor del margen operativo. Comparado al escenario base que aumenta el margen operativo por 7,8% en promedio, podemos observar que al igual que los mismos, el precio de la acción casi duplica su valor, teniendo un impacto considerable como variable de control.

### 4.3.3 Escenario Pesimista

Para el escenario pesimista, se va a estimar que para los próximos 5 años van a haber distintas situaciones desfavorables que lleven a la empresa a resultados imprevistos y de índole negativo donde la empresa no acompaña el crecimiento de la industria.

Para ello, vamos a utilizar un margen operativo constante del 5% de las ventas. En este caso, nos encontramos con una baja del margen operativo proyectado futuro que a pesar de ser un pronóstico de valores, si se tienen en cuenta los últimos años, no resulta suficiente para mejorar las condiciones de la empresa con parámetros ceteris paribus:

**Tabla N°20: Resultados de la Valuación de Under Armour Inc a través de la metodología de Flujo de Fondos descontados en el escenario Pesimista**

<b>Under Armour Inc</b>	
Fecha de Valuación	31/12/22
Tasa de Descuento (WACC)	12%
Tasa de Crecimiento (g)	3,5%
<b>Valor de Under Armour Inc</b>	<b>2.282</b>
Caja y Equivalentes (31/12/2022)	712
Deuda Financiera (31/12/2022)	(847)
<b>Valor del Equity de Under Armour inc</b>	<b>2.148</b>
Cantidad de acciones al 31/12/2022	444
<b>Precio de la acción al 31/12/2022</b>	<b>4,8</b>
<b>Precio de Mercado al 31/12/2022</b>	<b>10,2</b>

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos de valuación para la compañía

Tal como podemos visualizar en la anterior tabla, el precio de la acción con estos nuevos supuestos desciende a USD 4,8 por acción, un 52% más bajo que el valor obtenido en el escenario base y un 52% más bajo que el precio de mercado presentado para el 31 de diciembre del 2022.

#### 4.3.4 Análisis de Sensibilidad

A través de los apartados anteriores, se midieron los resultados obtenidos para el valor de la firma y el precio de las acciones tomando como referencia distintos escenarios donde se utilizaron diferentes supuestos variando el margen operativo como variable de control.

Para realizar un análisis más profundo sobre los resultados que se pueden obtener al manipular las variables, se llevó a cabo un laboratorio de experimentación donde se varió la tasa de descuento (WACC) y la tasa de crecimiento (g) de a saltos de 1 punto porcentual por encima y por debajo de los estándares usados para el escenario base para poder determinar cuál es la sensibilidad del precio de la acción ante los cambios de las mismas:

**Tabla N°21: Análisis de sensibilidad del precio de la acción de Under Armour Inc al cambiar las variables de descuento y crecimiento**

g \ WACC	1,5%	2,5%	3,5%	4,5%	5,5%
10,04%	10,8	11,95	13,46	15,51	18,45
11,04%	9,56	10,44	11,55	13	14,98
<b>12,04%</b>	8,56	9,24	<b>10,09</b>	11,17	12,57
13,04%	7,73	8,28	8,94	9,76	10,8
14,04%	7,04	7,48	8,01	8,65	9,45

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos de valuación para la compañía

Tal como podemos observar, tanto la variación de la tasa de descuento como la tasa de crecimiento muestran grandes cambios en el precio de la acción, más aún cuando se presentan cambios en ambas variables.

El valor máximo alcanzado utilizando como puntos de referencia una tasa de descuento baja de 10% y una tasa de crecimiento de 5,5% es de USD 18,5 por acción, mientras que el valor mínimo alcanzado con una tasa de descuento alta de 14% y una tasa de crecimiento de 1,5% es de USD 7 por acción.

Para poder plasmar con mayor claridad estos cambios, a continuación podemos observar 2 tablas que demuestran cómo varió porcentualmente el precio de la acción con el cambio de cada variable por separado:

**Tabla N°22: Variación porcentual del precio de la acción de Under Armour Inc luego de variar la tasa de descuento WACC**

WACC \ g	2%	3%	4%	5%	6%
11,73% ↑ 12,73%	-11,5%	-12,6%	-14,2%	-16,2%	-18,8%
12,73% ↑ 13,73%	-10,5%	-11,5%	-12,6%	-14,1%	-16,1%
13,73% ↑ 14,73%	-9,7%	-10,4%	-11,4%	-12,6%	-14,1%
14,73% ↑ 15,73%	-8,9%	-9,7%	-10,4%	-11,4%	-12,5%

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos de valuación para la compañía

**Tabla N°23: Variación porcentual del precio de la acción de Under Armour Inc luego de variar la tasa de crecimiento (g)**

WACC \ g	2% ↑ 3%	3% ↑ 4%	4% ↑ 5%	5% ↑ 6%
11,73%	10,6%	12,6%	15,2%	19,0%
12,73%	9,2%	10,6%	12,6%	15,2%
13,73%	7,9%	9,2%	10,7%	12,5%
14,73%	7,1%	8,0%	9,2%	10,7%
15,73%	6,3%	7,1%	8,0%	9,2%

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos de valuación para la compañía

Tras observar ambas tablas, podemos observar que en promedio cada variable por separado tiene efectos similares tomando como referencia el total de las muestras realizadas.

Sin embargo, mirando con mayor detenimiento, se puede presenciar que la variación de la tasa de crecimiento (g) muestra mayor dispersión entre los valores mínimos y máximos de cada sección analizada representado a través de porcentajes.

## **5. Valuación por Múltiplos**

El segundo método que se va a utilizar para valuar la compañía consta de la valuación a través de múltiplos. Esta valuación se la considera relativa ya que no se toman en cuenta supuestos de crecimiento o evolución propios de la compañía, sino que se identifican activos comparables para poder llegar a un consenso sobre el valor de la empresa estandarizando determinadas variables. De esta forma, se enuncia que los mercados son eficientes y que se descuenta la información en los precios.

Es fundamental mencionar que, para poder comparar a la empresa con otras de la industria, deben compartir el mismo modelo de negocios, ya que, de lo contrario, los activos utilizados para la comparación pueden arrojar valores poco representativos y difusos. Además, es sustancial identificar aquellas empresas que compartan características similares para no arribar a una sobre o subvaluación.

Uno de los múltiplos más utilizados y que se implementarán para la valuación de Under Armour es el siguiente:

EV/EBITDA (Valor de la empresa/Ganancias antes de impuestos, intereses, depreciaciones y amortizaciones). En este caso, el múltiplo sirve para poder comparar empresas que constan de diferentes estructuras de capital ya que deja de lado los intereses de la deuda, los impuestos, las depreciaciones y las amortizaciones. Es importante destacar que el valor de la empresa se obtiene a través de la capitalización

de mercado al 31 de diciembre del 2022 y además, a través de la suma de la deuda y la resta de la caja y equivalentes.

Para poder desarrollar la metodología antes planteada, se seleccionarán a Nike, Adidas, Puma y Lululemon Athletica como empresas que representarán a la industria de indumentaria debido a que los mismos son los principales competidores, componen una gran porción del mercado y permitirán obtener parámetros lo suficientemente pertinentes para el análisis.

Por un lado, nos encontramos con el ratio de EV/EBITDA, el cual consta de uno de los múltiplos más utilizados y comunes para iniciar un análisis. Para llevar a cabo el ratio, se analizó a la competencia de Under Armour para determinar qué empresa contiene características similares acorde a ciertos parámetros seleccionados. A continuación podemos observar los parámetros utilizados para el análisis de las compañías competidoras:

**Tabla N°24: Parámetros de las empresas competidoras de la industria, 2022**

	EV/EBITDA	EBITDA	Margen EBITDA	Ventas	CAGR Ventas 7 Años	ROA
Nike	20,5	7392	15,8%	46.710	7,3%	16,55%
Adidas	<b>14,8</b>	1.910	7,5%	25.598	7,1%	5,7%
Puma	12,4	777	8,1%	9.626	19,0%	9,5%
Lululemon A.	29,4	1463	18,0%	8.111	28,6%	23,7%
<b>Mediana</b>	17,6	1.687	11,9%	17.612	13,2%	13%

Tabla realizada con elaboración propia en base a los reportes anuales, 2022

Una vez analizados los parámetros de las empresas comparables, nos encontramos con que Adidas, a pesar de ser una compañía de mayor impacto en el mercado y con gran volumen de ventas y participación, al 2022 tiene márgenes muy similares a Under

Armour, por lo que se utilizará su valor de EV/EBITDA como referencia para calcular el precio de la acción comparable de Under Armour.

Se utilizará además límites inferiores y superiores con respecto a este ratio para poder calcular el precio dentro de un rango que nos permita posicionar el precio de una forma más amplia. A continuación, podemos observar los valores obtenidos a través de los valores utilizados:

**Tabla N°25: Valuación de Under Armour por Compañías Comparables (en millones de USD, excepto por EV/EBITDA)**

<b>Under Armour Inc</b>			
<b>Múltiplo de Mercado</b>	<b>EV/EBITDA</b>		
	<b>Limite Inferior</b>	<b>Punto Medio</b>	<b>Limite Superior</b>
	13X	15X	17X
<b>Información Financiera UAA</b>			
EBITDA 2022	421	421	421
<b>Valuación por Múltiplo EV/EBITDA</b>			
Valor de La empresa	5.479	6.321	7.164
(+) Caja y Equivalentes al 31/12/2022	712	712	712
(-) Deuda Financiera al 31/12/2022	-847	-847	-847
<b>Valor del Equity de Under Armour</b>	<b>5.344</b>	<b>6.187</b>	<b>7.030</b>
Cantidad de acciones	445	445	445
<b>Precio por Acción</b>	<b>12,0</b>	<b>13,9</b>	<b>15,8</b>

Elaboración propia en base a datos anteriormente expuestos

Tomando entonces, el comparable referente del ratio EV/EBITDA de Adidas de 15x, nos encontramos que utilizando el EBITDA obtenido para el año 2022, arribamos a un valor del equity de la empresa que dividido por el total de las acciones para la fecha, concluye en un valor de USD 13,9 por acción. Este precio se encuentra por encima del precio de mercado para el cierre de 2022.

Si observamos por otro lado, los límites superiores e inferiores utilizados, nos vamos a encontrar con que el precio de la empresa oscila entre USD 12 y USD 15,8 respectivamente.



Universidad de  
**San Andrés**

## 6. Conclusiones

Para concluir, nos podemos encontrar con valores obtenidos a través de diferentes metodologías y diferentes ratios que tienen en cuenta diferentes aspectos y partes interesadas de la compañía.

En el caso de la valuación de la compañía a través de flujo de fondos descontados, se ha observado que utilizando supuestos específicos para cada variable, el precio de la acción es un escenario base es muy similar al valor de mercado para fines de diciembre del año 2022.

Los últimos 7 años fueron muy particulares para la empresa Under Armour inc, donde se llevaron a cabo varios cambios en la gerencia y donde el precio de la acción sufrió una caída estrepitosa mayor al 70% luego de llegar a un máximo histórico a mediados del 2015.

Teniendo en cuenta que los hechos que llevaron a semejante caída del precio de la acción provienen de diferentes razones o argumentos aislados, no se puede determinar que los mismos sean linealmente causales de los resultados que se esperan a futuro. Desde malas proyecciones por parte de la gerencia, hasta inspecciones a la contabilidad de la empresa por sospechas de fraude, fueron varios los motivos que no permitieron a la empresa despegar a pesar de las estrategias y métodos innovadores que estaban implementando.

Es así que los supuestos que envuelven el cálculo por flujo de fondos descontados, tienen en cuenta proyecciones que permiten ver un futuro a mediano plazo para Under Armour de crecimiento sostenido por debajo del crecimiento de la industria, pero modificando las estructuras de costos y planteando mejoras continuas.

Son varios los expertos y profesionales de las finanzas que hoy en día recomiendan comprar acciones de Under Armour o mantener las mismas en los portafolios

consolidados. Esto se debe a la gran capacidad que la empresa tiene para volver a crecer en los próximos años. Los expertos creen que es un buen punto de entrada para los inversores dado el bajo precio de las acciones y por último porque se espera que finalice el sufrimiento causado en las economías por las guerras y crisis sanitarias que se presentaron en los últimos años.

Por otro lado, al observar la valuación de la empresa a través de comparables, nos encontramos que dependiendo los ratios utilizados para cada caso, se pueden obtener precios de la acción o valores de la empresa diferentes. Esto se debe principalmente a que cada ratio toma en cuenta diferentes variables financieras de la compañía, que dependiendo cómo varían en la competencia, van a estimarse valores diferentes o similares al que se presenta en el mercado.

El ratio del EV/EBITDA resultó ser el valor más consistente para determinar un valor de la acción de Under Armour dado el origen del mismo. Es importante destacar que los comparables no siempre dan resultados contundentes, sin embargo son buenos estimadores teniendo en cuenta lo dinámico y el alcance del cálculo. Resultó importante poder distinguir una de las empresas de la competencia que tenga características similares a Under Armour Inc, ya que el mero hecho de comparar la empresa con todas las compañías de la industria no resulta pertinente dada la variabilidad de características y especificaciones.

Luego de observar los valores obtenidos dentro del rango analizado, se pudo concluir que los resultados, a pesar de ser variados, se encuentran dentro de precios de mercado alcanzables en el mediano plazo y se encuentran alineados con la proyección estimada.

Es importante resaltar que resulta fundamental entonces el uso de diferentes metodologías con escenarios variados y diferentes variables para entender no sólo los valores por los que puede atravesar la empresa en un período determinado, sino que también para entender cuál es la sensibilidad que tiene la misma frente al cambio de determinadas variables y cómo esto puede afectar a la misma en el futuro.

## 7. Bibliografía

### 7.1 Académica

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2013). *Principles of Corporate Finance*. Décima Edición. McGraw Hill Higher Education.

Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance*. Cuarta Edición. John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2008). *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*. Stern School of Business, New York University.

Gordon, Myron J. (1959). Dividends Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*. The MIT Press.

Gordon, Myron J. (1962). The investment, financing and valuation of the corporation.

### 7.2 Artículos, Informes y Reportes

Reporte sobre Segmento de Mercado según Zona geográfica y parámetros seleccionados (2017-2021)

<https://finance.yahoo.com/news/sportswear-market-worth-usd-121110-090500306.html>

Reporte sobre proyección futura del tamaño accionario y de mercado deportivo (2023 – 2028)

<https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/global-sports-apparel-market-industry#:~:text=The%20sports%20apparel%20market%20is%20projected%20to%20register%20a%20CAGRover%20the%20next%20five%20years.>

Reporte impositivo sobre las sociedades en Norte América

<https://santandertrade.com/es/portal/establecerse-extranjero/estados-unidos/fiscalidad#:~:text=El%20impuesto%20federal%20se%20aplica,fiscal%20efectiva%20en%20cada%20estado.>

Reporte histórico sobre la curva de tasas de los Estados Unidos de América

<http://www.worldgovernmentbonds.com/bond-historical-data/united-states/10-years/#:~:text=The%20United%20States%2010%20Years,198.0%20bp%20during%20Iast%20year.>

Reporte Financiero de Under Armour Inc, hojas de balance, estado de resultados y valores históricos de las acciones

<https://finance.yahoo.com/quote/UA/balance-sheet?p=UA>

Reporte del Fondo Monetario Internacional sobre la proyección de la inflación y el crecimiento global.

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/01/31/world-economic-outlook-update-january-2023>

Reporte el Fondo Monetario Internacional sobre la Inflación y el impacto de la pandemia a nivel Mundial

<https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/06/24/mcs062422-united-states-of-america-concluding-statement-of-the-2022-article-iv-mission>

Reporte Anual 10K de la empresa Nike Inc, 2022

chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://s1.q4cdn.com/806093406/files/doc\_financials/2022/NikeInc\_2022\_Annual\_Report.pdf

Reporte Anual 10K de la empresa Puma, 2022

<https://about.puma.com/en/investor-relations/financial-publications>

Reporte Anual 10K de la empresa Adidas, 2022

<https://report.adidas-group.com/2022/en/>

Reporte Anual 10K de la empresa Lululemon Athletica, 2022

<https://corporate.lululemon.com/investors/financial-information/annual-reports>

### 7.3 Páginas Web

<https://seekingalpha.com/news/4022615-clothing-fashion-industries-benefitting-generative-ai>

<https://www.investopedia.com/ask/answers/042415/what-average-annual-return-sp-500.asp>

<https://finance.yahoo.com/quote/SPY/performance?p=SPY>

<https://www.omnicalculator.com/finance/yield-to-maturity>

<https://finbox.com/NYSE:NKE/explorer/ev-to-ebitda-ltm/>

<https://www.statista.com/>

<https://www.msci.com/World>

<https://home.treasury.gov/>

<https://companiesmarketcap.com/clothing/largest-clothing-companies-by-market-cap/>

<https://www.macrotrends.net/>

<https://companiesmarketcap.com/>

<https://www.forbes.com/>

<https://www.usa.gov/es/agencias/comision-de-bolsa-y-valores#:~:text=La%20Comisi%C3%B3n%20de%20Bolsa%20y,mercados%20de%20valores%20sean%20justos.>

<https://sfia.org/>



## 8. Anexos

### Anexo A: Flujo de Fondos disponible para la firma, Escenario Base

Escenario Base	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas	5.904	6.125	6.355	6.593	6.840	7.097
Margen operativo (EBIT/Ventas)	4,8%	5,8%	6,8%	7,8%	8,8%	9,8%
<b>EBIT * (1- alicuota impositiva)</b>	224	281	342	407	476	550
Propiedad y equipamiento	1.737	2.002	2.277	2.563	2.859	3.166
+ Depreciacion	138	184	209	236	263	291
- Inversiones de Capital	188	265	275	285	296	307
+ Cambios en el Capital de Trabajo	(534)	190	(42)	(43)	(45)	(47)
Flujo de Fondos Disponibles para la firma	(360)	390	234	314	398	487
<b>Valor Terminal</b>	-	-	-	-		<b>5.887</b>
<b>Flujo de Fondos Disponibles para la firma</b>	<b>(360)</b>	<b>390</b>	<b>234</b>	<b>314</b>	<b>398</b>	<b>6.375</b>
Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)						3,5%
Tasa de Descuento (WACC)						12%
<b>Valor Presente del FCFF al 31/12/2022</b>		<b>348</b>	<b>187</b>	<b>223</b>	<b>253</b>	<b>3.611</b>
<b>Valor de la empresa Under Armour Inc al 31/12/2022</b>	<b>4.621</b>					
Caja y Equivalentes (31/12/2022)	712					
Deuda Financiera (31/12/2022)	(847)					
Valor del Equity de Under Armour al 31/12/2022	4.487					

## Anexo B: Flujo de Fondos disponible para la firma, Escenario Optimista

Escenario Optimista	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas	5.904	6.125	6.355	6.593	6.840	7.097
Margen operativo (EBIT/Ventas)	4,8%	15%	15%	15%	15%	15%
<b>EBIT * (1- alicuota impositiva)</b>	224	726	753	781	811	841
Propiedad y equipamiento	1.737	2.002	2.277	2.563	2.859	3.166
+ Depreciacion	138	184	209	236	263	291
- Inversiones de Capital	188	265	275	285	296	307
+ Cambios en el Capital de Trabajo	(534)	190	(42)	(43)	(45)	(47)
Flujo de Fondos Disponibles para la firma	(360)	835	646	688	733	778
<b>Valor Terminal</b>	-	-	-	-		<b>9.405</b>
<b>Flujo de Fondos Disponibles para la firma</b>	<b>(360)</b>	<b>835</b>	<b>646</b>	<b>688</b>	<b>733</b>	<b>10.183</b>
Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)						3,5%
Tasa de Descuento (WACC)						12%
<b>Valor Presente del FCF al 31/12/2022</b>		<b>745</b>	<b>514</b>	<b>489</b>	<b>465</b>	<b>5.768</b>

<b>Valor de la empresa Under Armour Inc al 31/12/2022</b>	<b>7.982</b>
Caja y Equivalentes (31/12/2022)	712
Deuda Financiera (31/12/2022)	(847)
Valor del Equity de Under Armour al 31/12/2022	7.847

### Anexo C: Flujo de Fondos disponible para la firma, Escenario Pesimista

Escenario Pesimista	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas	5.904	6.125	6.355	6.593	6.840	7.097
Margen operativo (EBIT/Ventas)	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>EBIT * (1- alicuota impositiva)</b>	224	242	251	260	270	280
Propiedad y equipamiento	1.737	2.002	2.277	2.563	2.859	3.166
+ Depreciacion	138	184	209	236	263	291
- Inversiones de Capital	188	265	275	285	296	307
+ Cambios en el Capital de Trabajo	(534)	190	(42)	(43)	(45)	(47)
Flujo de Fondos Disponibles para la firma	(360)	351	144	167	192	218
<b>Valor Terminal</b>	-	-	-	-	-	<b>2.631,2</b>
<b>Flujo de Fondos Disponibles para la firma</b>	<b>(360)</b>	<b>351</b>	<b>144</b>	<b>167</b>	<b>192</b>	<b>2.849</b>
Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)						3,5%
Tasa de Descuento (WACC)						12%
<b>Valor Presente del FCF al 31/12/2022</b>		<b>313</b>	<b>114</b>	<b>119</b>	<b>122</b>	<b>1.614</b>

<b>Valor de la empresa Under Armour Inc al 31/12/2022</b>	<b>2.282</b>
Caja y Equivalentes (31/12/2022)	712
Deuda Financiera (31/12/2022)	(847)
<b>Valor del Equity de Under Armour al 31/12/2022</b>	<b>2.148</b>