



VALORACIÓN DE LA EMPRESA UNDER ARMOUR INC.



Mediante Método de Flujo de Caja Descontado

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGISTER EN FINANZAS**

Alumnas: Angélica Zúñiga

Profesor Guía: Carlos Maquieira – Mauricio Jara

Panamá, enero 2022

AGRADECIMIENTO

A mi familia, porque con su apoyo incondicional han permitido que, por un periodo de 18 meses aproximados, estemos dedicando tiempo a adquirir nuevos conocimientos en el área de las finanzas, sacrificando tiempo con ellos; a mi esposo Iván Gutiérrez por ser pieza fundamental de apoyo en la consecución del anhelo de realizar esta Maestría de Finanzas, a Dios que me dio esta valiosa oportunidad.

A los profesores de la Universidad de Chile, por su dedicación en la educación, especialmente al profesor Carlos Maquieira por su apoyo y guía en este trabajo de grado, y al profesor Francisco Sánchez por su paciencia y entrega.

ÍNDICE

Cuadro de Contenido

RESUMEN EJECUTIVO	11
1 METODOLOGIA	12
1.1 Métodos de valoración	12
1.1.1 Valor contable	12
1.1.2 Valor de liquidación	13
1.1.3 Valor por dividendos	13
1.1.4 Valor Económico Agregado (EVA)	14
1.1.5 Valor por Flujo de caja descontados	15
1.1.6 Valor por Múltiplos comparables	17
1.1.6.1 Múltiplos de ganancias	17
1.1.6.2 Múltiplos de valor libro	18
1.1.6.3 Múltiplos de ventas	18
2 DESCRIPCION DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	19
2.1 Descripción de la Empresa	19
2.1.1. Antecedentes del negocio e historia	19
2.1.2.1 Comportamiento bursátil de las acciones	23
2.1.2.2. Tipos de accionistas	25
2.1.4 La Empresa y su estructura	27
2.1.5. ANALISIS FODA (Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas)	28
2.1.6. Factores de Riesgo	28
2.2 Descripción de la Industria.	31
2.2.1 El segmento de ropa deportiva	33
2.2.2 Competidores en la industria	34
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	46
3.1 Deuda Financiera	46
3.1.1 Estructura de la deuda	48
3.2 Patrimonio Económico	48
3.3. Valor Económico	50
3.4. Estructura de Capital Histórica y Objetivo	50

3.4.1	Deuda (B) / Valor Económico (V)	51
3.4.2	Patrimonio Económico (P) / Valor Económico (V)	51
3.4.3	Deuda (B) / Patrimonio Económico (P)	51
4.	ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	53
4.1	Costo de la deuda	53
4.2	Beta de la deuda	54
4.3	Estimación del Beta Patrimonial	56
4.4	Beta patrimonial sin deuda	57
4.5	Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	59
4.6	Costo patrimonial	61
4.7	Costo de capital	62
5.	ANALISIS DEL NEGOCIO E INDUSTRIA	64
5.1	Análisis de crecimiento de la empresa	64
5.2	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	70
5.3	Análisis del resultado marginal y operacional de la empresa	72
5.3.1	Análisis de resultado marginal	72
5.4	Ingresos no operacionales y Estado de Resultado.	76
5.5.1	Activos operacionales y no operacionales	79
5.5.3	Capital de trabajo operativo neto	80
5.5.2	Análisis de las Inversiones	82
5.6	Análisis de crecimiento de la industria	83
5.6.1.	Estimación de crecimiento de Under Armour	83
5.6.2.	Evolución histórica de los competidores	88
6.	PROYECCION DEL ESTADO DE RESULTADOS	89
6.1	Ingresos operacionales proyectados	89
6.2	Costos y gastos operacionales proyectados	93
6.3	Utilidad Bruta y Utilidad Operacional proyectada	94
6.4	Ingresos y Gastos no Operacionales proyectados.	95
6.5	Estado de Resultados proyectados	95
7.	PROYECCION DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	98
7.1	Inversión en reposición	98
7.2	Nuevas inversiones de capital	98

7.3	Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto	99
7.4	Valor terminal	99
7.5	Flujos de caja libre proyectados	102
8.	PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	104
8.1.	Valor presente de los flujos de caja libre	104
8.2.	Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto	104
8.3	Activos prescindibles y otros activos	104
8.4.	Valorización económica de la empresa	106
8.5.	Análisis de sensibilidad	107
	8.5.1 Con base en el crecimiento de Ingresos	107
	8.5.2 Con base en el crecimiento g.	108
	CONCLUSIONES	109
	BIBLIOGRAFIA	110
	ANEXOS	112

Índice de Cuadros

Cuadro 1: Antecedentes de Under Armour, Inc.	21
Cuadro 2. Principales accionistas de acciones Clase Tipo A	25
Cuadro 3. Principales accionistas de acciones Clase Tipo C	26
Cuadro 4. Filiales importantes y representativas	26
Cuadro 5. Ingresos y EBITDA de Under Armour, Inc.	36
Cuadro 6. Antecedentes de Nike, Inc.....	37
Cuadro 7. Ingresos y EBITDA de Nike, Inc.....	38
Cuadro 8. Antecedentes de Adidas Group	39
Cuadro 9. Ingresos y EBITDA de Adidas Group.....	40
Cuadro 10. Antecedentes de PUMA SE	41
Cuadro 11. Ingresos y EBITDA de PUMA SE.....	42
Cuadro 12. Antecedentes de VF Corp..	43
Cuadro 13. Ingresos y EBITDA de VF Corp.....	43
Cuadro 14. Antecedentes de LULULEMON ATHLETICA INC	44
Cuadro 15. Ingresos y EBITDA de LULULEMON ATHLETICA INC.....	44
Cuadro 16. Antecedentes de COLUMBIA SPORTSWEAR	45
Cuadro 17. Ingresos y EBITDA de COLUMBIA SPORTSWEAR.....	45
Cuadro 18. Estructura de deuda	46
Cuadro 19. Detalle de los bonos y la Nota de deuda.....	47
Cuadro 20. Detalle del préstamo rotativo	47
Cuadro 21. Estructura de Deuda Financiera	48
Cuadro 22. Comparativo de transacciones bursátiles entre los dos tipos de acciones.....	49
Cuadro 23. Patrimonio económico de Under Armour	49
Cuadro 24. Valor económico de Under Armour	50
Cuadro 25. Estructura de Capital de Under Armour	51
Cuadro 26. Estructura de Capital Objetivo	52
Cuadro 27. Información del bono de más largo plazo	53
Cuadro 28. Datos de la estimación de la beta (junio 2021)	57
Cuadro 29. Liquidez de la acción	57
Cuadro 30. WACC para descontar los Flujos de caja libres	63

Cuadro 31. Ingresos por región y por segmento de Under Armour, Inc. (5 años)	66
Cuadro 32. Variación anual de ingresos por región	68
Cuadro 33. Proporción de ingresos por región de Under Armour Inc.	68
Cuadro 34. Proporción de ingresos por segmento de Under Armour Inc.	68
Cuadro 35. Distribución de los segmentos Ropa y Zapatos deportivos en Norteamérica de Under Armour Inc.	69
Cuadro 36. Distribución del segmento ropa deportiva de Under Armour en USA.....	69
Cuadro 37. Costos y Gastos operacionales de Under Armour en MUSD.....	70
Cuadro 38. Proporción de costos y gastos operacionales sobre los ingresos de Under Armour Inc.	72
Cuadro 39. Utilidad Bruta de Under Armour por región	73
Cuadro 40. Utilidad operacional con análisis vertical Under Armour en MUSD.....	75
Cuadro 41. Análisis Horizontal Estado de Resultados Under Armour	76
Cuadro 42. Ingresos y gastos No operacionales	77
Cuadro 43. Estado de Resultados completo UA en MUSD.....	77
Cuadro 44. Clasificación de los activos de Under Armour, Inc	79
Cuadro 45. Capital de trabajo operativo neto histórico de Under Armour, Inc.	81
Cuadro 46. Inversiones históricas de Under Armour	83
Cuadro 47. Ingresos de la industria nivel global (2018 al 2025)	85
Cuadro 48. Crecimiento de la industria nivel global (2019 al 2025)	85
Cuadro 49. Tendencia de la industria globalmente (2018 al 2025) Norteamérica.....	86
Cuadro 50. Tendencia de la industria globalmente (2018 al 2025) Asia Pacifico	87
Cuadro 51 Tendencia de la industria globalmente (2018 al 2025) EMEA.....	87
Cuadro 52 Tendencia de la industria globalmente (2018 al 2025) América Latina.....	88
Cuadro 53 Crecimiento de ingresos de los competidores.....	88
Cuadro 54. Tasas de crecimiento de los ingresos por región y por segmento de acuerdo con la industria (2021 al 2025)	90
Cuadro 55. Proporción de ingresos por región de Under Armour Inc. (2021al 2025) ...	90
Cuadro 56. Comportamiento de tasas de crecimiento de los ingresos por región de Under Armour Inc. (2022 al 2025)	90
Cuadro 57. Ingresos por región y por segmento de Under Armour, Inc. (2021-2025) ..	92

Cuadro 58. Proporción de ingresos por segmento de Under Armour Inc. (2021, 2022-2025)	93
Cuadro 59. Costos y gastos operacionales de Under Armour Inc. (2021, 2022-2025)...	93
Cuadro 60. Proporción de costos y gastos operacionales sobre los ingresos de Under Armour Inc. (2021 al 2025)	94
Cuadro 61. Utilidad Bruta por país de Under Armour Inc. (2021, 2022-2025)	94
Cuadro 62. Utilidad operacional con análisis vertical Under Armour Inc. (2021-2025) ...	94
Cuadro 63. Análisis Horizontal Estado de Resultados Under Armour Inc. (2021-2025) .	95
Cuadro 64. Ingresos y gastos NO operacionales	95
Cuadro 65. Estado de Resultados proyectado (2021-2025) en MUSD y porcentaje....	96
Cuadro 66. Inversiones en reposición proyectada	98
Cuadro 67. Inversiones nuevas proyectadas	99
Cuadro 68. Inversiones o liberación de CTON.....	99
Cuadro 69. Cálculo de la tasa de crecimiento g.....	101
Cuadro 70. Flujo de Caja Libre proyectado	102
Cuadro 71. Flujo de caja proyectado a Valor Presente	104
Cuadro 72. Exceso o déficit de CTON	104
Cuadro 73. Valoración económica	106
Cuadro 74. Análisis de sensibilidad con base en el crecimiento de Ingresos.....	108
Cuadro 75. Análisis de sensibilidad con base en crecimiento futuro g	108

Índice de Figuras

Figura 1. Ingresos netos consolidados del 2008 al 2020	22
Figura 2. Precio Promedio acción Tipo A últimos 5 años.....	23
Figura 3. Rendimientos acción Tipo A últimos 5 años.....	24
Figura 4. Precio promedio últimos 5 años Acción tipo C.	24
Figura 5. Rendimientos acción Clase C últimos 5 años	25
Figura 6. Cuadro organizacional gerencial.....	27
Figura 7: Análisis FODA.....	28
Figura 8: Mapa de principales fábricas de los productos de UNDER ARMOUR.....	31
Figura 9. Proporción global de la industria de prendas de vestir y calzados.....	32
Figura 10. Prendas de vestir y zapatos en el segundo <i>ranking</i> de bienes de consumo a nivel global.....	32
Figura 11. Comportamiento global de la ropa deportiva.....	33
Figura 12. Comportamiento del mercado competitivo en el sector deportivo.....	35
Figura 13. Tasa Interna de Retorno del Bono de la deuda.....	53
Figura 14. Datos del bono de UNDER ARMOUR usado para el costo de la deuda.....	54
Figura 15. Tasa de impuesto corporativa histórica de EUA.....	59
Figura 16. Detalles de Tasa libre de Riesgo (Bono USA) vencimiento 30 años.....	62
Figura 17. Proporción de impacto por segmento	64
Figura 18. Distribución de ingresos por región	65
Figura 19. Comportamiento de ventas de UA	67
Figura 20. Métrica de apertura de tiendas de Under Armour	73
Figura 21. Métrica de tiendas y márgenes de mercadeo.....	74
Figura 22. Margen Bruto Under Armour vs Industria.....	74
Figura 23. Margen Operacional Under Armour vs Industria.....	75
Figura 24. Utilidad Neta Under Armour vs Industria.....	78
Figura 25. Indicadores de la Utilidad Neta Under Armour vs Industria	82
Figura 26. Ingresos de <i>Apparel</i> desde el 2013 y proyección hasta el 2026	84
Figura 27. Grafica del escenario pesimista y optimista de la industria	86
Figura 28. Bollinger Inferior y Superior.....	107

ANEXOS

ANEXO 1. Bonos del Tesoro USA del 2019/2021.....	112
ANEXO 2. Detalle de la regresión lineal de la beta y sus gráficos	113
ANEXO 3. Detalle de costos de reestructuración del cuadro 31	114
ANEXO 4. Métricas y ratios	115

RESUMEN EJECUTIVO

El presente documento tiene como objetivo principal, realizar la valoración de la empresa UNDER ARMOUR INC, por dos de los métodos de valoración más utilizados, el de Flujo de caja descontado (FCD), teniendo en cuenta que es uno de los más usados en la práctica empresarial. El método de Flujo de Caja Descontado se basa en el modelo de varios períodos de Modigliani-Miller y es usado frecuentemente en empresas con un capital estable a largo plazo.

Under Armour Inc, es una compañía norteamericana perteneciente al sector de ropa y zapatos deportivos, creada en 1996, por Kevin Plank, un exjugador de fútbol americano universitario, quien buscando mejorar el material de la ropa deportiva, encuentra en la tela *dry fit* una oportunidad para mejorar los diseños y la experiencia deportiva.

La empresa despegó en 1999 gracias a que sus primeros diseños fueron usados en la película "*Given Sunday*", siendo esta una gran plataforma publicitaria para la joven marca UNDER ARMOUR, puesto que fue escogida como la ropa deportiva que usarían los actores deportistas en la película; en el año 2005 tienen su primera salida en la Bolsa de NASDAQ (IPO), logrando en los siguientes 5 años que su oferta se duplique.

Para la valoración de esta empresa se han utilizado los estados financieros desde el año 2017 hasta el 30 de junio de 2021, los cuales fueron base para determinar la estructura de capital, actividad, Estado de Resultados, comportamiento de ingresos y gastos, riesgos asociados, y en general todo lo necesario para una proyección de los flujos futuros de la empresa desde Junio 30 de 2021 hasta el año 2025, con una tasa de costo de capital de 8.36% necesaria para descontar los flujos de caja proyectados, así como una tasa de crecimiento (g) de 2.51% con crecimiento al infinito para obtener su valor terminal. De esta forma se obtiene un valor por acción de USD22.83 (Variación de 8% vs el precio real), por el método de flujos descontados.

1 METODOLOGIA

1.1 Métodos de valoración

Existen diferentes métodos para valorar una empresa, ya sea para invertir en ella, compararla con su precio bursátil o para ser respaldo de algún proyecto de inversión, cualquiera que sea el interés de valorarla, debe determinarse a través de varios métodos existentes, entre los más comunes:

- Valor contable
- Valor de Liquidación
- Valoración por dividendos
- Valor Económico Agregado *EVA en sus siglas en inglés (economic value added)*
- Flujo de caja descontado
- Comparables, relativos, múltiplos

Algunos modelos son basados en el Balance General de la empresa (Valor contable, Valor de liquidación, Valoración de dividendos) y otros basados en el Estado de Resultado (EVA, Flujo de caja descontado, Múltiplos).

Se debe tener en cuenta que la valoración de una empresa está muy relacionada a los inductores de valores que la Alta Gerencia defina para con la empresa, es decir, en determinar cuáles pueden ser las variables asociadas con la operación de la empresa que más inciden o afectan su valor, para luego promover en todos los niveles de la organización las directrices que deben seguirse para mantener incrementándole el valor a la empresa a través de su estructura.¹

1.1.1 Valor contable

El valor de la empresa está determinado por su valor en libros contables, a pesar de que es un método reconocido, es poco práctico y algo impreciso a la hora de definir que éste sea el valor de una empresa, ya que ignora su comportamiento bursátil y la situación de la industria o empresa en el mercado, así como su futuro y proyecciones.

¹ Leon Oscar, Valoración de empresas, Gerencia del Valor y EVA, Medellín, Editorial Digital Express LTDA, Capítulo 1 p.15

Se analiza con base en el Balance General de la compañía a una fecha definida, se utilizan los activos fijos con su depreciación acumulada, restándole a estos su pasivo, obteniendo el patrimonio contable, por tanto, el valor de la empresa estaría determinado por el valor patrimonial.

En este método, los activos y pasivos se pueden ajustar con base en el precio del mercado, denominándolo *Método por valoración contable ajustado*, sin embargo, sigue siendo impreciso ya que desconoce el desenvolvimiento bursátil, la proyección de la empresa y los costos de deuda y de retorno patrimonial.

1.1.2 Valor de liquidación

Usado comúnmente cuando una empresa entra en una situación de insolvencia financiera, o se desea liquidar, claramente con las condiciones planteadas su valor será bajo, pues no contempla una perpetuidad ni inversiones de ella misma, este método se resume en descontar del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación, los gastos fiscales, pasivos laborales (indemnizaciones, salarios pendientes etc), y demás gastos necesarios para la liquidación, dando como resultado un valor residual que reflejaría el valor de la empresa por su liquidación.

1.1.3 Valor por dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas, de acuerdo con lo que se determine la Junta Directiva y que va en sintonía con lo ofrecido a los inversores. El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras.

Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p= rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA1} / (\text{Kp} - g)$$

Donde DPA1 son los dividendos por acción del próximo periodo.²

1.1.4 Valor Económico Agregado (EVA)

Este modelo determina el valor agregado que se deriva de la rentabilidad del activo cuando supera el capital de trabajo, periodo tras periodo, este valor agregado es una ganancia económica o valor residual, llamado más comúnmente EVA, (economic value added), una marca registrada de la firma consultora de los Estados Unidos, Stern Stewart & Co.

El EVA es la diferencia entre la utilidad operativa después de impuestos y el costo financiero que implica la utilización de activos por parte de la empresa, es decir, el remanente que generan los activos netos de operación cuando producen una rentabilidad superior al costo de capital.³

UTILIDAD OPERATIVA

- Intereses financieros
- = Utilidad antes de impuestos
- Impuestos
- = Utilidad Neta
- Costo patrimonio después de impuestos
- =GANANCIA ECONOMICA o EVA

² Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

³ Leon Oscar, Valoración de empresas, Gerencia del Valor y EVA, Medellín, Editorial Digital Express LTDA, Capítulo 5 p.133

1.1.5 Valor por Flujo de caja descontados

El método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y una de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p

tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando

los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

1.1.6 Valor por Múltiplos comparables

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.⁵

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

1.1.6.1 Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción

⁵ (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019)

- Enterprise Value to EBIT ($EV / EBIT$) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA ($EV / EBITDA$) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “*Precio de la acción*” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “*Utilidad de la acción*” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “*EBIT*” (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional, y “*EBITDA*” (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

1.1.6.2 Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Valor libro del patrimonio*” es el valor contable del patrimonio, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “*Valor libro de los activos*” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

1.1.6.3 Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS) = Valor de la empresa / Ventas

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Ventas por acción*” son las ventas divididas por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “*Ventas*” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el *Price to Book Value* es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el *Enterprise Value to EBITDA* se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el *Price to Earnings Ratio* se utiliza en los sectores de *utilities* y gas y petróleo, y iv) el *Price to Sales Ratio* es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos.⁶

⁶ (Fernández, 2012).

2 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1 Descripción de la Empresa

2.1.1. Antecedentes del negocio e historia

Under Armour, es una empresa del sector de *retail* deportivo ubicada en Baltimore Maryland, dentro de su línea de negocio esta la ropa deportiva, zapatos deportivos, accesorios y artículos relacionados al deporte, fundada en 1996 por Kevin Plank, quien era un exjugador de fútbol americano, y en su afán de buscar alternativas de ropa cómoda, ligera y fresca a la hora de hacer deporte, surge la idea de fabricar ropa con telas sintéticas *dryfit*, que permitieran secarse rápidamente el sudor.

En 1998 se muda a una bodega en Baltimore, Mariland, ya que los inicios de su operación se dieron en el sótano de la casa de su abuela, solo una año después se le presenta una gran oportunidad de promocionar su marca en la película “un domingo cualquiera”, protagonizada por Al Pacino y Jammie Fox, en cuya trama un equipo de fútbol surge para ser campeones de un torneo, en dicha película se usaron las prendas de UNDER ARMOUR como los uniformes oficiales del equipo, dándole a la marca una gran ventana publicitaria, pues la manera de retribución por tener su marca fue ser portada de la revista *ESPN THE MAGAZINE*, generando un incremento de 750.000 USD en sus ventas, una cifra muy importante para una marca que recién empezaba.

En el 2001, comienza a ser patrocinador de la liga nacional de Hokey, y en sus prendas se imprimen los uniformes de la Liga Mayor y americana de Béisbol, a través de alianzas comerciales.

En el 2006, lanzan su línea de zapatos de tacos para fútbol americano, generando esto un impacto importante en la bolsa de valores ya que la marca capturo un 23% adicional del mercado con este lanzamiento, al convertirse en el proveedor oficial de la Liga de Futbol Americano con sus zapatos de tacos diseñados para este deporte.

En el 2007, abren su primera tienda de venta directa al público en Annapolis, Maryland, con una marca ya más robusta y conocida en el mercado, empiezan a conocerse más a nivel nacional por pautar en eventos deportivos como el Super Bowl, y en el 2008 la línea de zapatos deportivos se amplía a corredores y otros deportes.

En el 2010 es el primer año donde la marca vende su primer billón de dólares, empezando a ser reconocida a nivel mundial y generando expectativa en la industria *retail* deportiva.

A medida que han pasado los años, se ha incrementado la oferta de productos elaborados, abriendo la marca a la mayoría de los deportes incluso a prendas para dormir, siempre conservando la comodidad y calidad en sus productos.

En el 2015, UNDER ARMOUR consiente de la importancia de la tecnología y la digitalización, adquiere aplicaciones deportivas para dispositivos móviles como *MapMyRun*, *Endomondo* y *MyFitnessPal* entrando en el mundo amplio del monitoreo de las actividades deportivas de sus clientes que usan su ropa, generando fidelización de la marca y capturando nuevos clientes y nuevos mercados, pues es bien conocido que a través de aplicaciones, redes y tecnología, el negocio se expande de manera acelerada.

Tan importante es para UNDER ARMOUR la innovación, que, en el 2016, lanzan al mercado el zapato para correr denominado *SpeedForm Gemini*, que incluye un sensor dentro del mismo que mide la velocidad, la fecha, duración, distancia y la rapidez, con la que el corredor realiza su deporte a través de la aplicación de ellos mismos llamada *MapMyRun*.

El canal de venta se deriva principalmente de la distribución al por mayor con un 53%, la venta directa también es una representación importante con un 41%, los demás canales de venta son licenciamiento y alianzas deportivas cada uno con 3%.⁷

Actualmente Under Armour tiene presencia en más de 100 países, con aproximadamente 14.000 empleados y más de 375 propiedades operativas entre tiendas y locales de fábrica de ropa deportiva

Se puede observar en el cuadro 1 los datos relevantes de la empresa UNDER ARMOUR.

⁷ Cifras tomadas de <https://about.underarmour.com/investor-relations/annualreport2020>

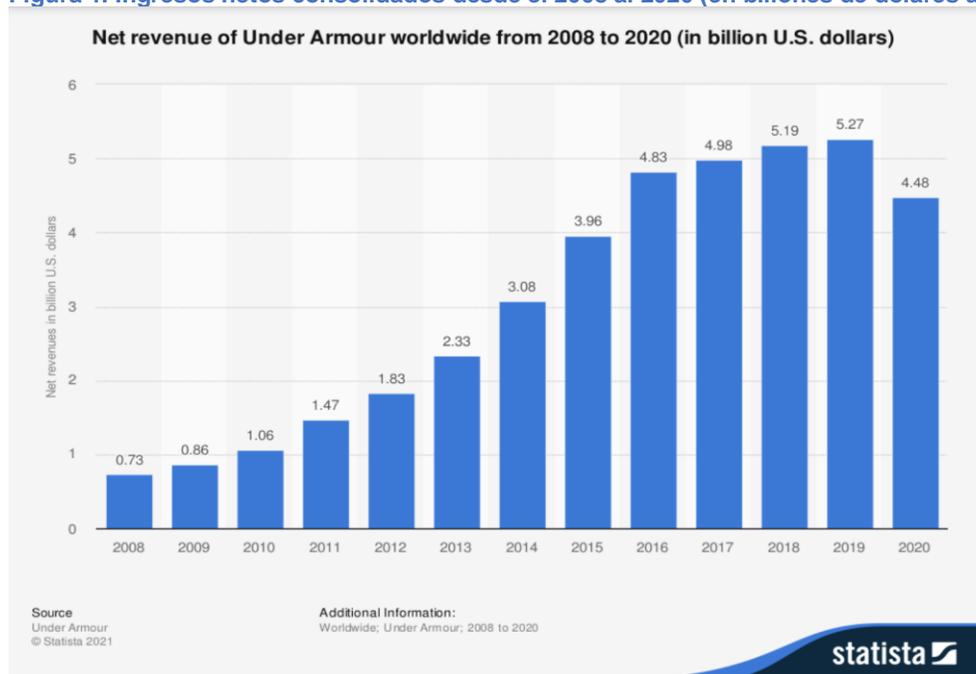
Cuadro 1. Antecedentes de Under Armour, Inc.

Tipo de información	Descripción
<i>Ticker</i> o Nemo-técnico	NYSE: UAA y UA
Clase de acción	Acción común Clase A (UAA) Acción común Clase B (No es pública) Acción común Clase C (UA)
Derechos de cada clase	Clase A: Derecho a Voto y a recibir dividendos. Clase C: No tiene derecho a Voto, derecho a recibir dividendos.
Mercado donde transa sus acciones	NYSE
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Se dedica a la manufactura, comercialización y ventas de ropa, calzado y accesorios de muy buena calidad tanto para hombres y mujeres. Estos productos se encuentran disponibles en todo el mundo y los utilizan para distintos deportes y personas amantes de la marca. Los ingresos son generados a través de ventas al por mayor y cuentan con distribuidores regionales y nacionales. También se generan ventas a través de canales de venta directa a los consumidores finales, y los ingresos que se dan por licencias de ventas a terceros.
Rubros y países donde opera	Los rubros son ropa, calzado y accesorios deportivos. Opera en más de 25 países con más de 160 proveedores. El grueso de su producción está concentrado en Asia. También trabaja con empresas de Latinoamérica, sobre todo de Brasil y México.

FUENTE: *Elaboración propia*

A lo largo de toda su historia, UNDER ARMOUR ha crecido de manera importante y significativa en el segmento deportivo, con crecimiento en sus ventas en esta década, y 7 veces sus ingresos netos desde el 2008 al 2019 como lo muestra la Figura 1:

Figura 1. Ingresos netos consolidados desde el 2008 al 2020 (en billones de dólares americanos)



Fuente: <https://www.statista.com/statistics/259174/net-sales-of-under-armour-worldwide/>

Su línea de negocio de mayor impacto es la ropa deportiva con un 64% de sus ingresos, seguido por los zapatos deportivos con un 21%, después, accesorios con un 9% y por último el licenciamiento de la marca y otros ingresos en un 6%,⁸.

Su mayor participación en el mercado se centra en Estados Unidos con un 66% de participación, seguido por Asia pacifico con un 14%, después la región de Europa media Este y África con un 13%, y por último Latinoamérica con un 4% de participación.

⁸ Información tomada de <https://www.statista.com/statistics/259174/net-sales-of-under-armour-worldwide/>

2.1.2 Principales accionistas y participación en Bolsa

UNDER ARMOUR Inc tuvo su IPO en noviembre 18 de 2005, transando en la Bolsa de Valores de Nueva York, actualmente cuenta con 3 tipos de acciones⁹:

- Acciones TIPO A: Bajo el nemotécnico UAA, este tipo de acciones da derecho a 1 voto por acción adquirida.
- Acciones TIPO B: Le pertenecen al socio fundador KEVIN PLANK dándole derecho a 10 votos por acción, de esta manera el señor PLANK tiene control del 65% del poder de voto de la compañía.
- Acciones TIPO C: Bajo el nemotécnico UA, este tipo de acciones no da derecho a voto.

2.1.2.1 Comportamiento bursátil de las acciones

Las acciones tipo A, (UAA, con derecho a voto), al corte de junio 30 de 2021, cerraron con un precio 19,25 USD/acción, durante los últimos 5 años, el precio ha mantenido una tendencia bajista, el precio mayor se observó en Julio del 2016 y el más bajo en junio del 2020 (figura 2), la pandemia del COVID-19 afecto en un 15% los ingresos de la compañía y esto ha sido la razón de su baja en el precio en el año 2020.

Figura 2. Precio Promedio acción Tipo A últimos 5 años

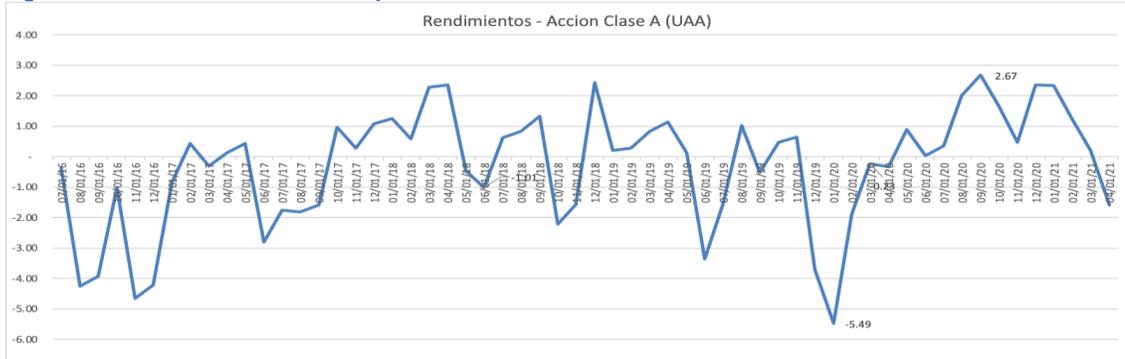


Fuente: elaboración propia de datos de YahooFinance.

Así mismo, los rendimientos de estas acciones han sido muy volátiles en los últimos 5 años, su mayor rendimiento alcanzado fue en septiembre del 2020, y el menor fue en enero del 2020 (Figura 3).

⁹ Información obtenida por la web de la compañía <https://about.underarmour.com/investor-relations/stock>

Figura 3. Rendimientos acción Tipo A últimos 5 años



Fuente: elaboración propia de datos de YahooFinance.

Clase Tipo A

0.36%	% de acciones controlado por personas con información privilegiada
85,64%	% de acciones controlado por instituciones
85,95%	% de capital flotante controlado por instituciones
608	Número de participaciones de instituciones

Las acciones tipo C, (UA, sin derecho a voto), al corte de junio 30 de 2021, cerraron con un precio 21,15 USD/acción, durante los últimos 5 años, el precio ha mantenido una tendencia bajista, el precio mayor fue en julio del 2016 y el menor en junio del 2020 (figura 4), la pandemia del COVID-19 afecto en un 15% los ingresos de la compañía y esto ha sido quizás una razón de su baja en el precio en el año 2020.

Figura 4. Precio promedio últimos 5 años Acción tipo C.



Fuente: elaboración propia de datos de YahooFinance.

Así mismo, los rendimientos de estas acciones han sido muy volátiles en los últimos 5 años, su mayor rendimiento alcanzado fue en julio del 2018, y el menor fue en mayo del 2020 (Figura 5).

Figura 5. Rendimientos acción clase C últimos 5 años



Fuente: elaboración propia de datos de YahooFinance.

Clase Tipo C

15.61%	% de acciones controlado por personas con información privilegiada
73.61%	% de acciones controlado por instituciones
87.22%	% de capital flotante controlado por instituciones
531	Número de participaciones de instituciones

2.1.2.2. Tipos de accionistas

Los accionistas se agrupan en institucionales y fondos de inversión. Los principales accionistas de las acciones tipo A son:

Cuadro 2. Principales accionistas de acciones Clase Tipo A

Accionista	Acciones	Fecha de notificación	%
Vanguard Group, Inc. (The)	20,005,690	Jun 29, 2021	10.60%
Blackrock Inc.	11,518,619	Jun 29, 2021	6.11%
Ameriprise Financial, Inc.	8,928,491	Jun 29, 2021	4.73%
State Street Corporation	7,575,517	Jun 29, 2021	4.02%
FMR, LLC	6,892,216	Jun 29, 2021	3.65%
Shaw D.E. & Co., Inc.	6,250,183	Jun 29, 2021	3.31%
Loomis Sayles & Company, LP	5,946,405	Jun 29, 2021	3.15%
Arrowstreet Capital, Limited Partnership	5,363,123	Jun 29, 2021	2.84%
Srs Investment Management, Llc	5,246,113	Jun 29, 2021	2.78%
Adage Capital Partners GP L.L.C.	4,015,626	Jun 29, 2021	2.13%

Fuente: <https://finance.yahoo.com/quote/UAA/holders?p=UAA>

Los principales accionistas de las acciones tipo C son:

Cuadro 3. Principales accionistas de acciones Clase Tipo C

Accionista	Acciones	Fecha de notificación	%
Wellington Management Group, LLP	22,519,295	Jun 29, 2021	9.63%
Vanguard Group, Inc. (The)	21,532,554	Jun 29, 2021	9.21%
Adage Capital Partners GP L.L.C.	17,915,729	Jun 29, 2021	7.66%
Blackrock Inc.	10,999,553	Jun 29, 2021	4.70%
Janus Henderson Group PLC	10,457,885	Jun 29, 2021	4.47%
Wisconsin (State Of) Investment Board	10,343,374	Jun 29, 2021	4.42%
State Street Corporation	6,152,825	Jun 29, 2021	2.63%
Srs Investment Management, Llc	5,383,844	Jun 29, 2021	2.30%
Arrowstreet Capital, Limited Partnership	5,205,613	Jun 29, 2021	2.23%
Norges Bank Investment Management	3,562,975	Dec 30, 2020	1.52%

Fuente: <https://finance.yahoo.com/quote/UAA/holders?p=UA>

Kevin Plank (socio fundador), forma parte de las personas con información privilegiada y posee 34.027.800 acciones como controlador.

2.1.3 Filiales

UNDER ARMOUR, tiene filiales en la mayoría de los países donde tiene presencia, y en otros países su marca es representada por distribuidores.

Cuadro 4. Filiales importantes y representativas

Empresas filiales	Empresas filiales
MapMyFitness, Inc	Under Armour Manufacturing, LLC
Under Armour UK Limited	Under Armour Retail of Florida, LLC
Under Armour Europe B.V.	Under Armour Retail of New York LLC
Under Armour Mexico S. de R.L. de C.V.	Under Armour Retail of Washington LLC
Under Armour France S.a.r.l	Under Armour Retail of D.C. LLC
Under Armour Retail Inc	UA Sourcing CBT
Global Sourcing Ltd	Under Armour Retail of Wisconsin LLC
Under Armour Global	Under Armour Retail of California LLC
Under Armour Germany GmbH	Under Armour Retail of Arizona LLC
Under Armour Asia Limited	Under Armour Japan G.K.
Endomoro (organization)	Under Armour Retail of Texas LLC
UA Combine Training Center, LLC	Under Armour Retail of Kansas LLC
Under Armour Retail of Nevada, LLC	Under Armour Holding INC
Under Armour Retail of Oregon LLC	Under Armour Retail of Indiana LLC
UA International Holdings C.V.	Under Armour Trading (Shanghai) Co, LTD
	Under Armour Retail of Tennessee LLC
UA China Holdings Limited	Under Armour Global Holdings LP.
Under Armour Retail of Georgia LLC	Under Armour Retail New Mexico LLC

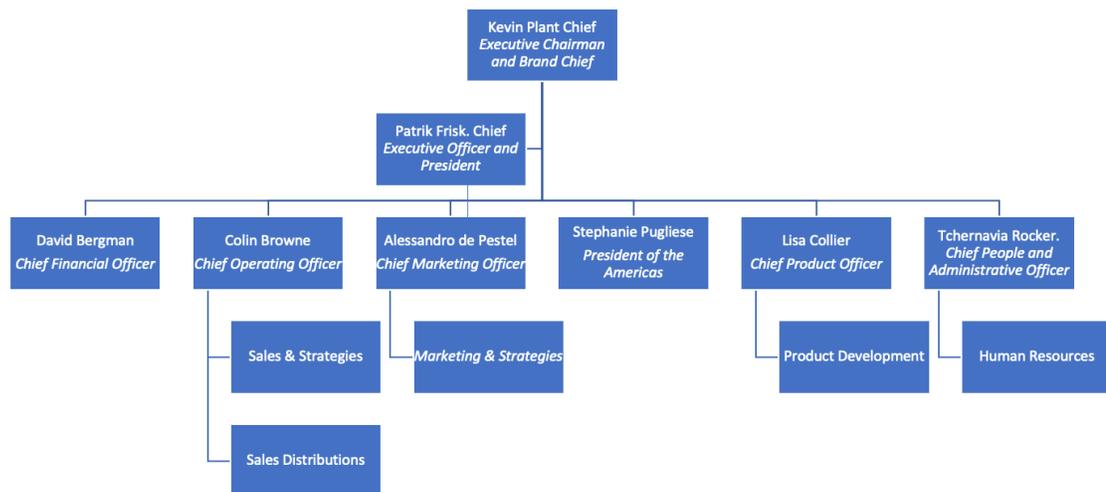
UA China Capital	Under Armour Retail of Oklahoma LLC
Under Armour Retail of Maine LLC	Under Armour Retail of Missisipi LLC

2.1.4 La Empresa y su estructura

UNDER ARMOUR es una empresa enfocada en crecer, de la mano de la tecnología en sus prendas y en todo lo que a su alrededor fortalezca la marca, es por lo que su MISIÓN EMPRESARIAL está en su slogan como “hacer que los atletas sean mejores a través de la pasión, el diseño y la búsqueda constante de la innovación”

Su estructura organizacional encabezada por su presidente fundador, KEVIN PLANK, cuenta con un grupo completo de ejecutivos que lo acompañan a cumplir su visión.

Figura 6. Cuadro organizacional gerencial



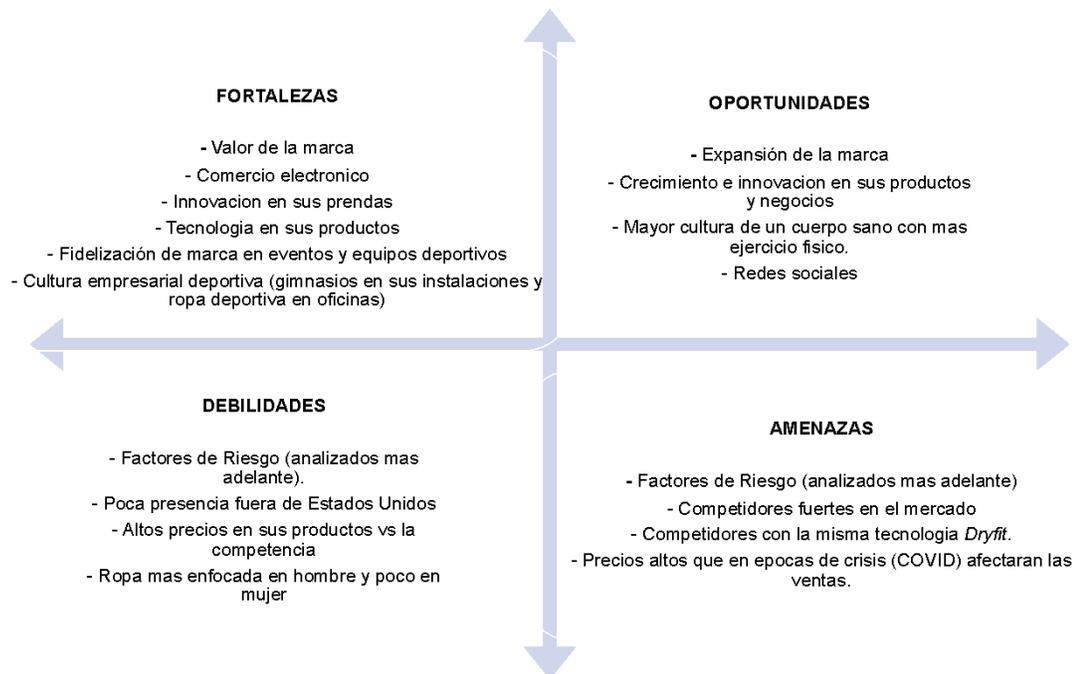
Fuente: Elaboración propia de la información del informe anual 2020.

Exceptuando el Gerente de Finanzas (David Bergman), el equipo de ejecutivos fue renovado en el año 2020, buscando de esta manera Under Armour, alinear sus estrategias con administraciones enfocadas en sus objetivos.

2.1.5. ANALISIS FODA (Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas)

A continuación, analizaremos el FODA.

Figura 7. Análisis FODA



Fuente: Elaboración propia de información tomada del informe final del 2020, y de lectura de Statistica.

2.1.6. Factores de Riesgo

De acuerdo con el último informe, sus cifras financieras del año 2020, la empresa es consciente de los desafíos a los que se está enfrentando en la actualidad, especialmente después de tener una disminución del 15.5%¹⁰ en sus ingresos debido a la COVID-19, los principales factores de riesgo son¹¹:

- Pandemia sanitaria COVID-19: Este fue y seguirá siendo un factor de riesgo mientras no se recupere la economía mundial completamente, ya que esta pandemia afecta todos los sectores y la industria deportiva no es la excepción, toda vez que son necesarios cierres temporales de comercios, cuarentena restrictiva y el poco desplazamiento de las personas a adquirir productos

¹⁰ Fuente: Estudio estadístico Euromonitor Septiembre <https://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/related>

¹¹ Reporte anual financiero: <https://about.underarmour.com/investor-relations/financials#module-2>

deportivos, esto aunado a la falta de liquidez de muchos consumidores que se vieron afectados por entrar en un periodo largo de recesión o perder sus empleos, afectando claramente la posibilidad de compra.

La pandemia de la COVID 19, también afectó la cadena de suministros de Under Armour en sus tiendas y en sus distribuidores globales, debido a que sus fábricas están ubicadas en varios lugares del mundo, no fue posible abastecer los comercios, y de hacerlo, estas permanecieron cerradas muchos meses, y pocos consumidores no pudieron comprar y otros no tuvieron recursos para hacerlo.

Los eventos que Under Armour patrocina como suplidor de ropa deportiva, zapatos y accesorios a eventos nacionales y mundiales, fue otro impacto fuerte de esta pandemia, ya que, dichos eventos fueron cancelados completamente, siendo parte de un factor de riesgo importante vigente y latente.

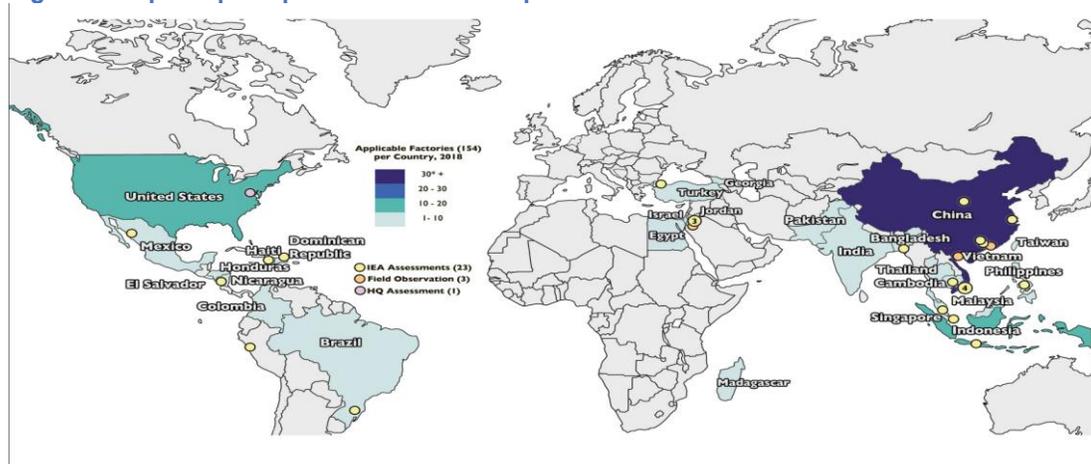
- b. En época de crisis, las compras son discrecionales: Siendo los artículos deportivos un bien que no corresponde a una canasta básica o de necesidad primaria, los consumidores, no dan prioridad a adquirir este tipo de productos de no verlo necesario, como consecuencia de esto se afectan los ingresos y el desempeño de UNDER ARMOUR, incluso una vez levantadas las restricciones comerciales globalmente, los consumidores quizás no den prioridad a adquirir este tipo de artículos por el impacto que deja la crisis sanitaria.
- c. Operaciones en mercados altamente competitivos: Under Armour se mueve en mercados que ya están conquistados por sus principales competidores (NIKE, ADIDAS, PUMA entre otros) y estas marcas están fuertemente representadas en países donde UNDER ARMOUR aún está expandiéndose, haciendo difícil la recordación de marca de los consumidores finales, además, la trayectoria de sus competidores es mayor, incluso, algunos productos comparten la materia prima y algunos proveedores venden a todas las marcas convirtiendo esto en un factor de riesgo para Under Armour, por el tipo de negociaciones de economía a escala que ellos no alcanzan a obtener.
- d. Fijación del precio final: La presión de los consumidores debido a la alta competencia, hace que los precios sean cambiantes para permanecer en el

mercado, también, los precios de las materias primas, puesto que muchas de ellas al ser materiales sintéticos tienen trazas importantes de petróleo y algodón, siendo estos *commodities* tan fluctuantes en los mercados bursátiles, haciendo que los precios de las materias primas se incrementen y los consumidores no estén dispuestos a asumir este impacto en el precio final.

- e. Preferencia de compra de los consumidores: Con lo cambiante de los tiempos y después de vivir la experiencia digital que ha dejado la pandemia sanitaria de la COVID-19, la empresa considera que un factor de riesgo puede ser que no estén a la demanda de lo que exige la venta digital de sus productos, pues su mayor canal de distribución es en los canales minoristas en los comercios establecidos físicamente.
- f. Afectación en la cadena de suministro de materias primas: La pandemia sanitaria de la COVID-19 afectó globalmente todas las cadenas de suministro, siendo CHINA una de las principales afectadas, Under Armour a pesar de tener fábricas en más de 19 países¹², en donde solo en CHINA cuenta con más de 30 fábricas, (ver Fig 7 Pág 31) lo que afectó gravemente la producción del inventario necesario; la pandemia hizo que los canales logísticos globalmente colapsaran, incluso en estos tiempos (2021), los fletes marítimos se han incrementado en hasta 8 veces su precio promedio, debido a los coletazos que se viven con la crisis sanitaria y las afectaciones climáticas en ASIA.

¹² Fuente: https://about.underarmour.com/sites/default/files/2019-03/under_armour_accreditation_report_public_final.pdf

Figura 8. Mapa de principales fábricas de los productos de Under Armour



Fuente: https://about.underarmour.com/sites/default/files/2019-03/under_armour_accreditation_report_public_final.pdf

2.2 Descripción de la Industria.

Under Armour, pertenece a una industria que debe estar constantemente innovando, es una industria donde la moda, la comodidad y la tecnología en sus productos, marcan diferencia y tendencia, la industria de los artículos, prendas y zapatos deportivos.

Vivimos en un mundo donde hay más conciencia sobre los buenos hábitos alimenticios y el estado de salud de las personas, y eso hace que día a día los seres humanos se interesen más por las actividades deportivas, por asistir a gimnasios o practicar algún deporte, y es allí donde la industria de la ropa, accesorios y zapatos deportivos espera aprovechar este gran impulsador, para expandir sus negocios y para captar la mayor cantidad de clientes.

Figura 9. Proporción global de la industria de prendas de vestir y calzados



La industria de ropa deportiva pertenece al segmento de prendas de vestir y zapatos, que después de la industria de alimentos es el segundo segmento más importante a nivel global; como muestra la Figura 10 para el cierre del año 2020, se facturaron 1.434 Billones USD, (Figura 8), siendo la ropa de vestir para mujer la más importante y la línea de ropa deportiva es la tercera más significativa.

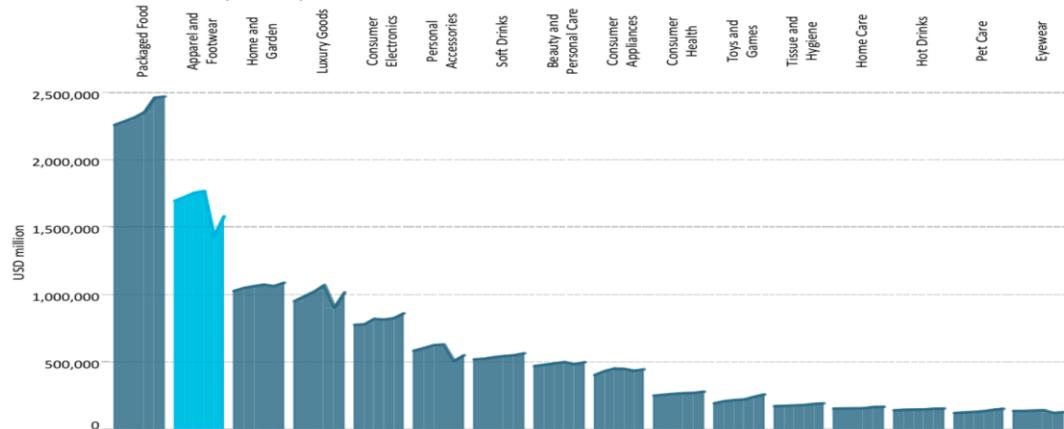
Fuente: Source: Euromonitor International Ltd.; Apparel and Footwear 2021ed (March 2021 restatement).

Figura 10. Prendas de vestir y zapatos en el segundo ranking de bienes de consumo a nivel global

INDUSTRY SNAPSHOT

Apparel and footwear ranks second in consumer goods globally

World: Consumer Goods by Industry Size and Growth 2016-2021



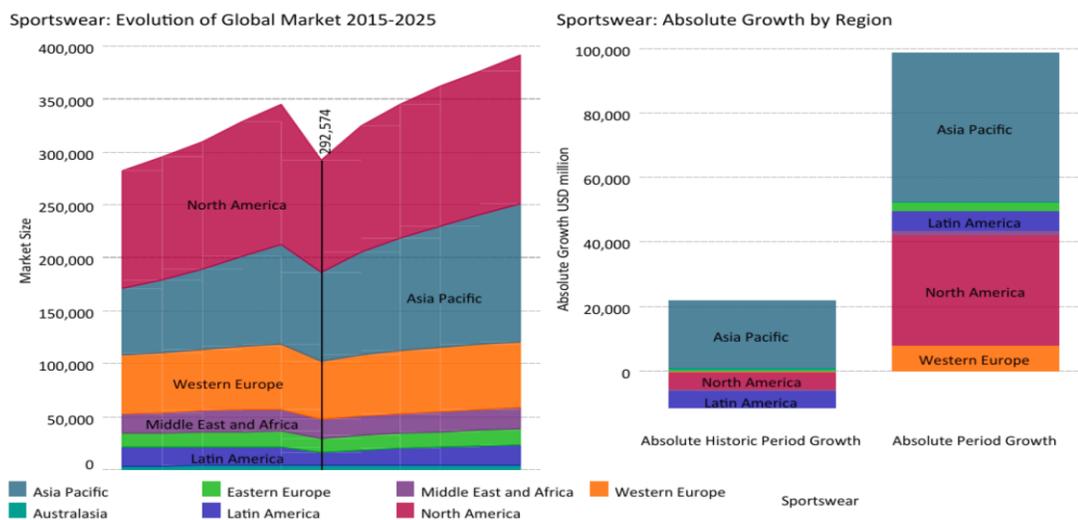
Fuente: Source: Euromonitor International Ltd.; Apparel and Footwear 2021ed (March 2021 restatement).

2.2.1 El segmento de ropa deportiva

Dentro del segmento de la industria de ropa y calzado, como se mencionó anteriormente, encontramos la división de ropa deportiva, como lo muestra la figura 11, (Ver pagina 34) allí podemos observar claramente que desde el 2015 y en lo que se pronostica hasta el año 2025, el mercado norteamericano y Asia Pacífico son los mayores protagonistas en proporción del segmento de ropa deportiva dentro de la industria de prendas de vestir y calzado.¹³

A pesar de tener Asia Pacífico una de las mayores representaciones en esta industria y en su crecimiento, también fue una región muy golpeada por la COVID-19, pues de acuerdo con las cifras publicadas del 2020, este segmento se afectó en un 15.5% debido a la crisis sanitaria¹⁴, aunque se espera que su recuperación sea progresiva hasta el 2025.

Figura 11. Comportamiento global de la ropa deportiva
Global snapshot of sportswear



Fuente: Euromonitor, Passport, julio 2021, World Market Apparel and Footwear

Dentro del segmento deportivo de bienes de consumo, se encuentran los zapatos y la ropa deportiva, siendo la segunda la de mayor participación en la mayoría de las

¹³ Euromonitor, Passport, Julio 2021, World Market Apparel and Footwear.

¹⁴ <https://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/related>

regiones; para el cierre del año 2020 los ingresos facturados fueron de \$292.574 billones de USD, de los cuales el 60% es de ropa deportiva y el 40% de zapatos deportivos.¹⁵

Los canales de distribución de esta industria son fundamentales para el crecimiento de la marca, pues en un mundo globalizado, mantener la presencia de los productos es de vital importancia, toda vez, que todos los competidores se encuentran en los mismos mercados; por ello los canales de distribución se convierten en pieza fundamental.

En esta industria existen dos canales de distribución importantes, las tiendas de venta al detal de la mercancía que equivale a un 71% de la distribución en tiendas y un 29% la distribución que no está en tiendas minoristas; el segundo rubro menos visual, (puesto que el primero se encuentra en las tiendas visitadas físicamente), se encuentra el *e-commerce* (28%), la venta directa (0.1%) y la compra desde casa (0.8%).¹⁶

Claramente una de las oportunidades que ha dejado la COVID-19 ha sido el *e-commerce* por lo que es muy posible que los próximos años ese porcentaje del 28% dentro del 29% del canal de colocación no físico, se incremente notoriamente.

2.2.2 Competidores en la industria

La industria deportiva ha venido agregando en su carrera varios competidores en el camino, históricamente NIKE y ADIDAS han sido los mayores jugadores con más participación del mercado global, sin embargo, poco a poco nacen nuevos rivales en el camino que saben aprovechar sus oportunidades y analizan como moverse en un mercado muy manejado por las grandes e históricas marcas.

Como lo muestra la figura 12(Ver pág 35), NIKE tiene el 17% de participación del mercado, seguido por ADIDAS con un 11.7%, Under Armour por su parte tiene un 2.1% de participación en el mercado, un porcentaje importante toda vez que Under Armour es una empresa creada hace solo 2 décadas, mientras que NIKE fue fundada en 1964 y ADIDAS en 1949.

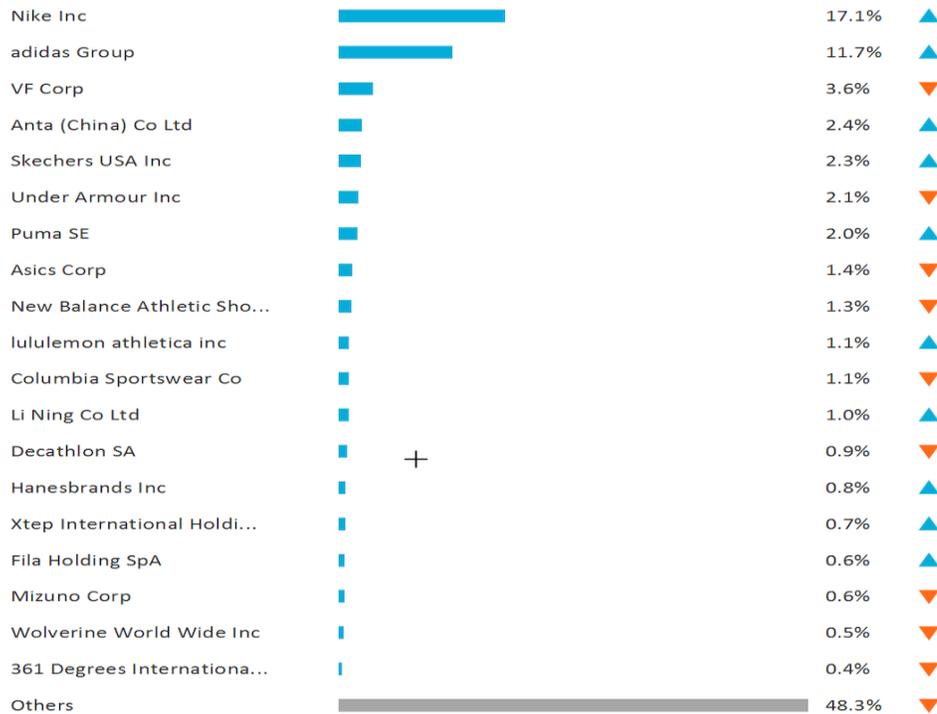
¹⁵ Estudio estadístico portal Euromonitor septiembre 2021. <https://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/related>

¹⁶ Estudio estadístico portal Euromonitor septiembre 2021. <https://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/related>

Figura 12. Comportamiento del mercado competitivo en el sector deportivo

Company Shares of Sportswear in World

% Share (NBO) - Retail Value RSP - 2020



Fuente: Estudio estadístico Euromonitor Septiembre <https://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/related>

Aunque NIKE y ADIDAS siguen liderando el mercado de indumentaria deportiva, al cierre del periodo 2020 todas las empresas se vieron afectadas tanto a niveles de ventas como en su utilidad, debido a la crisis sanitaria.

En el Cuadro 5 (Ver pág 36) se presentan los ingresos y EBITDA correspondiente por región y por rubro, y de acuerdo con la segregación que presenta Under Armour en sus estados financieros para el año 2020. Las regiones son: Norteamérica, Asia Pacífico, Europa Oriente Medio y África, y América Latina. En las categorías de productos, la de ropa deportiva representa para UNDER ARMOUR, el 66.47% de sus ingresos en todas las regiones y le sigue la de calzado con el 21.54% y accesorios con el 9.55%.

Cuadro 5. Ingresos y EBITDA de Under Armour, Inc.

Países y rubros donde opera Para el año 2020	Ingresos (en millones)	%	EBITDA (en millones)	%
Norteamérica	2,945	65.81%	107	65.81%
Ropa	1,957	66.47%		
Calzado	634	21.54%		
Accesorios	281	9.55%		
Licencias	72	2.44%		
Asia Pacífico	629	14.05%	23	14.05%
Ropa	418	66.47%		
Calzado	135	21.54%		
Accesorios	60	9.55%		
Licencias	15	2.44%		
Europa, Oriente Medio y África	598	13.37%	22	13.37%
Ropa	398	66.47%		
Calzado	129	21.54%		
Accesorios	57	9.55%		
Licencias	15	2.44%		
América Latina	165	3.68%	6	3.68%
Ropa	110	66.47%		
Calzado	36	21.54%		
Accesorios	16	9.55%		
Licencias	4	2.44%		
Connected Fitness	136	3.04%	5	3.04%
Otros ingresos corporativos	2	0.05%	0	0.05%
Total	4,475	100%	163	100%

Fuente: <https://about.underarmour.com/investor-relations/annualreport2020>

A continuación, las fichas técnicas de los competidores seleccionados como empresas comparables:

NIKE INC. 

Cuadro 6. Antecedentes de Nike, Inc.

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemo-técnico	NKE
Mercado donde transa sus acciones	NYSE
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Empresa que se dedica al diseño, desarrollo, fabricación y comercialización de indumentaria deportiva: ropa, calzado, accesorios y otros artículos deportivos. Entre las categorías que cubre se encuentran: artículos para correr, jugar distintos deportes y para hacer entrenamientos tanto hombres y mujeres. La empresa fue fundada en 1964 y tiene su sede en Oregón, Estados Unidos.
Rubros y países donde opera	Los rubros principales son: calzado, ropa y equipamiento deportivo. Esta empresa multinacional estadounidense tiene más de 500 lugares en todo el mundo y oficinas en 46 países. La concentración de las fábricas se da en Asia; en donde participan Indonesia, China, Taiwán, India, Tailandia, Vietnam, Pakistán, Filipinas, Malasia y la República de Corea.
Clasificación de riesgo	Tiene una clasificación de riesgo según Standard & Poor's de AA-.

Fuente: <https://www.nike.com/es/>

En el Cuadro 7 se presentan los ingresos y EBITDA correspondiente por región y por rubro, y de acuerdo con la segregación que presenta la empresa en sus estados financieros para el año 2020. Las regiones son: Norteamérica, Europa Oriente Medio y África, China, Asia Pacífico y América Latina. En las categorías de productos, la de calzado representa para Nike, más del 60% de sus ingresos en todas las regiones y le sigue la de ropa deportiva con un 30% aproximadamente.

Cuadro 7. Ingresos y EBITDA de Nike, Inc.

Países y rubros donde opera Para el año 2020	Ingresos (en millones)	%	EBITDA (en millones)	%
Norteamérica	14,484	38.72%	3,047	82.42%
Ropa	4,639	32.03%		
Calzado	9,329	64.41%		
Equipo	516	3.56%		
Europa, Oriente Medio y África	9,347	24.99%	1,673	45.25%
Ropa	3,053	32.66%		
Calzado	5,892	63.04%		
Equipo	402	4.30%		
China	6,679	17.86%	2,534	68.54%
Ropa	1,896	28.39%		
Calzado	4,635	69.40%		
Equipo	148	2.22%		
Asia Pacífico & América Latina	5,028	13.44%	1,230	33.27%
Ropa	1,365	27.15%		
Calzado	3,449	68.60%		
Equipo	214	4.26%		
Divisiones de marcas globales	30	0.08%	3,254	-88.02%
Converse	1,846	4.94%	322	8.71%
Ropa	89	4.82%		
Calzado	1,642	88.95%		
Equipo	25	1.35%		
Otros	90	4.88%		
Corporativos	- 11	-0.03%	1,855	-50.18%
Total	37,403	100%	3,697	100%

Fuente: <https://investors.nike.com/investors/news-events-and-reports/?toggle=reports>
[https://s1.q4cdn.com/806093406/files/doc_financials/2020/ar/363224\(1\)_16_Nike-Inc_Combos_WR_R2.pdf](https://s1.q4cdn.com/806093406/files/doc_financials/2020/ar/363224(1)_16_Nike-Inc_Combos_WR_R2.pdf) /

Elaboración propia con cifras y notas de segmentos de los estados financieros disponibles al cierre del 31 de mayo de 2020.

ADIDAS GROUP 

Cuadro 8. Antecedentes de Adidas Group

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	ADS
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Fráncfort, Alemania (ETR)
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Adidas tiene una conexión muy arraigada con el deporte. Su cartera amplia y diversa, tanto en las categorías (<i>Sport Performance</i>) como (<i>Sport Inspired</i>), abarca desde los principales deportes mundiales hasta los eventos de base regional y local. Esto ha permitido a Adidas trascender las culturas y convertirse en una de las marcas más reconocidas, creíbles e icónicas, tanto dentro como fuera de los campos de juego. Desde 1970, Adidas se ha convertido en el proveedor y titular oficial de la Copa Mundial de Fútbol. Provee los balones y la vestimenta a los árbitros. La empresa fue fundada en 1949 y tiene su sede en Herzogenaurach, Alemania.
Rubros y países donde opera	Los rubros más importantes son: calzados y ropa deportiva. Opera en Asia, Australia y Nueva Zelanda, Europa, Las Américas y África. Asia aloja más fábricas que cualquier otro continente, el peso de Vietnam en su producción es del 43%.
Clasificación de riesgo	Tiene una clasificación de riesgo según Standard & Poor's de A+.

Fuente: <https://www.adidas.es/>

Se puede observar en el Cuadro 8 los datos relevantes de la empresa Adidas Group.

En el Cuadro 9(Ver Pág. 40), se presentan los ingresos y EBITDA por región y por rubro, y de acuerdo con la segregación que presenta la empresa en sus estados financieros para el año 2020. Siendo las regiones principales: Europa, Asia Pacífico, Norteamérica, América Latina, Mercados emergentes y Rusia. En las categorías de productos, la de calzado representa para Adidas Group el 56% de sus ingresos en todas las regiones y le sigue la de ropa deportiva con el 39%.

Cuadro 9. Ingresos y EBITDA de Adidas Group

Países y rubros donde opera	Ingresos	%	EBITDA	%
Para el año 2020	(en millones)		(en millones)	
Europa	6,470	26.81%	678	26.81%
Ropa	2,523	39.00%		
Calzado	3,623	56.00%		
Accesorios y Equipo	324	5.00%		
Asia Pacífico	7,962	32.99%	834	32.99%
Ropa	3,105	39.00%		
Calzado	4,458	56.00%		
Accesorios y Equipo	398	5.00%		
Norteamérica	5,792	24.00%	607	24.00%
Ropa	2,259	39.00%		
Calzado	3,243	56.00%		
Accesorios y Equipo	290	5.00%		
América Latina	1,408	5.84%	148	5.84%
Ropa	549	39.00%		
Calzado	789	56.00%		
Accesorios y Equipo	70	5.00%		
Mercados emergentes	1,214	5.03%	127	5.03%
Ropa	473	39.00%		
Calzado	680	56.00%		
Accesorios y Equipo	61	5.00%		
Rusia / CEI	710	2.94%	74	2.94%
Ropa	277	39.00%		
Calzado	398	56.00%		
Accesorios y Equipo	36	5.00%		
Otros negocios	579	2.40%	61	2.40%
Ropa	226	39.00%		
Calzado	324	56.00%		
Accesorios y Equipo	29	5.00%		
Total	24,135	100%	2,529	100%

Fuentes: <https://report.adidas-group.com/2020/en/>
<https://report.adidas-group.com/2020/en/group-management-report-financial-review/business-performance/income-statement.html/>

Elaboración propia con cifras y notas de segmentos de los estados financieros disponibles al cierre del 31 de diciembre de 2020 y se utilizó para la conversión de la moneda de los estados financieros de Adidas Group, la tasa de cambio promedio para diciembre del 2020 (del 1/12/2020 al 31/12/2020) que fue de 1.21625.¹⁷

¹⁷ <https://cambio.today/historico/euro/dolar-norteamericano/diciembre-2020>

PUMA SE 

Cuadro 10. Antecedentes de PUMA SE

Tipo de información	Descripción
<i>Ticker</i> o Nemotécnico	PUM
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Fráncfort, Alemania (ETR)
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	La compañía ofrece productos de rendimiento y estilo de vida inspirados en el deporte en las categorías como fútbol, cricket, rugby, voleibol, carrera, golf, deportes de motor, entrenamiento y <i>fitness</i> . La empresa vende sus productos a través de tiendas minoristas y puntos de venta de fábrica de PUMA, así como a través de tiendas en línea. Ofrece sus productos principalmente bajo las marcas PUMA y Cobra Golf. La empresa fue fundada en 1948 y tiene su sede en Herzogenaurach, Alemania.
Rubros y países donde opera	Los rubros más importantes son: calzados y accesorios. Opera en Europa, Oriente Medio, África, América y Asia Pacífico.
Clasificación de riesgo	Tiene una clasificación de riesgo según el <i>Model Implied Rating</i> de EIKON de BBB+.

Fuente: <https://eu.puma.com/>

En el Cuadro 11 (Ver Pág 43), se presentan los ingresos y EBITDA por región y por rubro, y de acuerdo con la segregación que presenta la empresa en sus estados financieros para el año 2020. Las regiones son: Europa Oriente Medio y África, América y Asia Pacífico. En las categorías de productos, la de calzado representa el 45% de sus ingresos en todas las regiones y le sigue la de ropa deportiva con un 38%.

Cuadro 11. Ingresos y EBITDA de PUMA SE

Países y rubros donde opera	Ingresos	%	EBITDA	%
Para el año 2020	(en millones)		(en millones)	
Europa, Oriente Medio y África	2,412	37.88%	232	37.88%
Ropa	916	38.00%		
Calzado	1,085	45.00%		
Accesorios	410	17.00%		
América	2,159	33.91%	207	33.91%
Ropa	820	38.00%		
Calzado	972	45.00%		
Accesorios	367	17.00%		
Asia Pacífico	1,796	28.20%	173	28.20%
Ropa	682	38.00%		
Calzado	808	45.00%		
Accesorios	305	17.00%		
Total	6,366	100%	612	100%

Fuente: <https://annual-report.puma.com/2020/en/index.html/>

Elaboración propia con cifras y notas de segmentos de los estados financieros disponibles al cierre del 31 de diciembre de 2020 y se utilizó para la conversión de la moneda de los estados financieros de PUMA SE, la tasa de cambio promedio para diciembre del 2020 (del 1/12/2020 al 31/12/2020) que fue de 1.21625.¹⁸

¹⁸ <https://cambio.today/historico/euro/dolar-norteamericano/diciembre-2020>



Cuadro 12. Antecedentes de VF Corp

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemo-técnico	VFC
Mercado donde transa sus acciones	NYSE
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Se dedica a la manufactura, comercializa y distribuye ropa, calzado y accesorios a nivel mundial, fundada en 1899, con su sede en Denver, Colorado. Opera a través de varias marcas que pertenecen al grupo, y se dividen en cuatro líneas de producción: <i>Outdoor & Action Sports, Jeanswear, Imagewear y Sportswear</i> . Trabaja inspirada en un estilo de vida enfocada en ropa y calzado. Sus productos se venden bajo algunas marcas como son: Timberland, Vans, JanSport, Eagle Creek, Supreme, entre otras.
Rubros y países donde opera	Los rubros son ropa, calzado y accesorios. Opera en América, Europa y Asia Pacífico.
Clasificación de riesgo	Tiene una clasificación de riesgo según Standard & Poor's de A-.

Fuente: <https://www.vfc.com/>

Cuadro 13. Ingresos y EBITDA de VF Corp

Países y rubros donde opera	Ingresos	%	EBITDA	%
Para el año 2020 (cierre marzo)	(en millones)		(en millones)	
Europa	2,937	28.00%	475	28.00%
Outdoor	1,300	44.28%	145	30.42%
Active	1,377	46.90%	318	67.00%
Work	248	8.45%	14	2.97%
Otros	11	0.37%	2	-0.38%
América	6,188	59.00%	1,001	59.00%
Outdoor	2,740	44.28%	304	30.42%
Active	2,902	46.90%	671	67.00%
Work	523	8.45%	30	2.97%
Otros	23	0.37%	4	-0.38%
Asia Pacífico	1,364	13.00%	221	13.00%
Outdoor	604	44.28%	67	30.42%
Active	640	46.90%	148	67.00%
Work	115	8.45%	7	2.97%
Otros	5	0.37%	1	-0.38%
Total	10,489	100%	1,697	100%

* En VF Corp. todos sus segmentos incluyen ropa, calzados y accesorios.

Fuente: <https://annual-report.vf.com/2020/en/index.html>



Cuadro 14. Antecedentes de Lululemon Athletica Inc.

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemo-técnico	LULU
Mercado donde transa sus acciones	NASDAQ
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Es una multinacional canadiense minorista de ropa deportiva con domicilio en Delaware y con sede en Vancouver. Se dedica a la manufactura, comercializa y distribuye ropa, calzado y accesorios a nivel mundial. Fundada en 1998 en Vancouver, Canadá. Cuenta con más de 490 ubicaciones.
Rubros y países donde opera	Los rubros más importantes son: calzados y accesorios. Opera en Europa, China y North América
Clasificación de riesgo	Tiene una clasificación de riesgo según el <i>Model Implied Rating</i> de EIKON de AAA.

Fuente: <https://es.lululemon.com/>

Cuadro 15. Ingresos y EBITDA de Lululemon Athletica

Países y rubros donde opera	Ingresos	%	EBITDA	%
Para el año 2020 (cierre enero)	(en millones)		(en millones)	
Europa, China, Asia Pacífico	616	14.00%	115	14.00%
Company-operated stores	232	37.68%		
Direct to consumer	320	51.89%		
Other	64	10.43%		
North América	3,786	86.00%	705	86.00%
Company-operated stores	1,427	37.68%		
Direct to consumer	1,964	51.89%		
Other	395	10.43%		
Total	4,402	100%	820	100%

Fuente: Estados Financieros bajados del sitio de Lululemon <https://es.lululemon.com/>

COLUMBIA SPORTWEAR 

Cuadro 16. Antecedentes de Columbia Sportswear Co.

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemo-técnico	COLM
Mercado donde transa sus acciones	NASDAQ
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Es una empresa de Estados Unidos que fabrica y distribuye ropa deportiva. Fundada en 1938 por el fallecido Paul Lamfrom, padre de la actual presidenta de la compañía, Gert Boyle. La compañía tiene sus oficinas centrales en Washington County, Oregón.
Rubros y países donde opera	Los rubros más importantes son: ropa, calzados y accesorios. Opera en EMEA, Estados Unidos, Canadá y LAAP.
Clasificación de riesgo	Tiene una clasificación de riesgo según el <i>Model Implied Rating</i> de EIKON de AA.

Fuente: <https://www.columbia.com/>

Cuadro 17. Ingresos y EBITDA de Columbia Sportswear Co.

Países y rubros donde opera	Ingresos	%	EBITDA	%
Para el año 2020	(en millones)		(en millones)	
Europa, Oriente Medio y África (EMEA)	299	11.95%	31	8.78%
Ropa, accesorios y equipo	223	74.66%		
Calzado	76	25.34%		
Estados Unidos (America)	1,604	64.11%	251	70.52%
Ropa, accesorios y equipo	1,197	74.66%		
Calzado	406	25.34%		
Canada (America)	174	6.97%	38	10.59%
Ropa, accesorios y equipo	130	74.66%		
Calzado	44	25.34%		
Latinoamérica y Asia Pacífico (LAAP)	425	16.97%	36	10.11%
Ropa, accesorios y equipo	317	74.66%		
Calzado	108	25.34%		
Total	2,502	100%	355	100%
Unallocated corporate expenses			- 218	
			137	

Fuente: Estados Financieros bajados del sitio de Columbia <https://www.columbia.com/>

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

3.1 Deuda Financiera

Al cierre de junio 2021, Under Armour tiene dos fuentes importantes de financiación, una de ellas a través de bonos y nota, los bonos fueron emitidos el 27 de mayo de 2020, por 1.000.000.000 USD (MIL MILLONES DE DOLARES) con fecha de vencimiento al 1 de junio de 2024, con cupones fijos; estos bonos de acuerdo a últimas informaciones de medios deportivos, como la web *2playbook* estarían siendo negociados con los bonistas para convertirlos en acciones, capitalizando de esta manera la deuda y mejorando los gastos financieros¹⁹; y la nota financiera fue emitida el 13 de junio de 2016, por 600.000.000 USD (SEISCIENTOS MILLONES DE DOLARES) con vencimiento en junio de 2026, esta nota amortiza cupones fijos; la otra fuente de financiación, es un crédito rotatorio, con diferentes bancos por 1.100.000.000 USD (MIL CIENTO MILLONES DE DOLARES). Esto se resume en el siguiente cuadro 18:

Cuadro 18. Estructura de la deuda

Name	Issues	Outstanding	Issued	Currency	Coupon Class	Country of Issue
Bonds	3	680,919,000	1,100,000,000	U.S. Dollar	Fixed Coupon	United States
Bonds to Be Issued	0	0	0			
Bonds (as Borrower)	0	0	0			
Bonds (as Borrower) - to Be Issued	0	0	0			
Loans	1	--	1,100,000,000			
Total	4	680,919,000	2,200,000,000	U.S. Dollar		
Inactive Bonds	0	--	0			

Fuente: www.euromonitor.com

Antes del vencimiento, las Notas Senior Convertibles, si cumplen con ciertas condiciones y durante ciertos periodos, las mismas podrán ser convertidas a acciones; con la conversión inicial de 101,8589 acciones convirtiéndolas en acciones ordinarias del TIPO C por cada 1.000 del monto del capital del Bono Senior Convertible, equivalente a un precio de conversión inicial de aproximadamente \$ 9,82 por acción convirtiéndolas en acciones ordinarias Clase C, sujeto a ajuste si ocurren ciertos eventos.

¹⁹ https://www.2playbook.com/retail/under-armour-pacta-con-sus-bonistas-convertir-bonos-en-acciones-por-169-millones-dolares_4798_102.html

En el Cuadro 19, tenemos un resumen de la deuda en Bonos antes mencionada, con tasas de 1.5% cupón fijo, pagaderos semestrales al vencimiento para los bonos y 3.25% para la Nota, también con cupón fijo y pagadero semestralmente.

Cuadro 19. Detalle de los Bonos y la Nota de Deuda

Bonds											
Maturity	Issues	Outstanding (USD)	Issued (USD)								
2024	2	80,919,000	500,000,000								
Description	Asset Duplicated	Maturity Date	Amount Outstanding	Issued Amount	Coupon	Issue Date	Instrument Type	Option Adjusted Duration	Option Adjusted Spread	Yield Date	Last Price
UAA 1.500 01-Jun-2024 CVT --		01-jun-2024	80,919,000	500,000,000	1.5	27-may-2020	Bond	2.971	-2,296.413	03-jun-2024	195.321
UAA 1.500 01-Jun-2024 CVT CRSRB		01-jun-2024	80,919,000	500,000,000	1.5	27-may-2020	Bond	2.971	-2,296.413	03-jun-2024	195.321
2026	1	600,000,000	600,000,000								
Description	Asset Duplicated	Maturity Date	Amount Outstanding	Issued Amount	Coupon	Issue Date	Instrument Type	Option Adjusted Duration	Option Adjusted Spread	Yield Date	Last Price
UAA 3.250 15-Jun-2026 '26 --		15-jun-2026	600,000,000	600,000,000	3.25	13-jun-2016	Note	4.208	138.615	15-jun-2026	104.125
Total	3	680,919,000	1,100,000,000								

Información que aplica para las tres emisiones:
Coupon Class - Fixed Coupon
Country of Issue - USA
Currency - U.S. Dollar
Rank (Seniority) - Senior Unsecured
Yield Event - MAT

Fuente: www.euromonitor.com

El crédito rotativo, de MIL CIEN MILLONES DE DOLARES (1.100.000.000 MUSD), tuvo un costo financiero para el año 2020 de 2.30% sobre saldo y 3.60% para el 2019, como se puede ver en el cuadro 20.

Cuadro 20. Detalle del préstamo rotativo

Loans					
Issue Date	Purpose	Amount Issued	Facilities		
12-May-2020 Under Armour Inc	General Purpose	1,100,000,000	1		
Facility Type	Maturity Date	Facility Amount	Country	Currency	Issue Date
Revolver/Line >= 1 Yr.	08-mar-2024	1,100,000,000	United States	USD	12-may-2020
Total		1,100,000,000	1		

Tasa del préstamo rotativo

Año 2020	2.30%
Año 2019	3.60%

Fuente: www.euromonitor.com

Para los cálculos del apalancamiento de la beta de la deuda, utilizaremos la Nota financiera de SEISCIENTOS MILLONES DE DOLARES (\$ 600.000.000 USD), que tiene

un vencimiento en junio 15 de 2026, es decir, es la deuda con mayor *maturity* y también la deuda con mayor costo.

3.1.1 Estructura de la deuda

La deuda a corto y largo plazo está determinada de acuerdo con lo presentado en el siguiente cuadro:

Cuadro 21. Estructura de la Deuda Financiera

En millones de dólares	2017	2018	2019	2020	2021*
Deuda Corriente	152	25	0	0	0
Notas pagables de corto plazo	125	0	0	0	0
Proporcional de deuda corriente y arrendamientos de capital	27	25	0	0	0
Deuda a Largo plazo	765	704	593	1,004	805
Deuda a largo plazo	765	704	593	1,004	805
Total deuda (B)	917	729	593	1,004	805
Variación porcentual		-20.52%	-18.67%	69.33%	-19.83%

Fuente: Elaboración propia basada en los EEFF de UA

Como se observa en el Cuadro 21, la empresa UNDER ARMOUR para el corte de esta valoración (junio 30-2021) no presenta pasivo corriente en sus estados financieros, sino el 100% está en deuda a largo plazo.

Durante los años 2018, 2019 y 2021, la deuda de la empresa disminuye a un ritmo de un 20% en promedio por año, sin embargo, en el año 2020, hubo un cambio de comportamiento de la deuda convirtiéndose en un incremento del 69%, producto del impacto que ocasiono la pandemia de la COVID-19 en el flujo de caja, puesto que se vieron afectados para hacerle frente a los pagos de línea de crédito rotatoria.²⁰

3.2 Patrimonio Económico

Para el cálculo del patrimonio económico, tomaremos el precio bursátil de la acción que más volumen y transacciones tiene en la Bolsa de New York (NYSE), siendo esta la acción Tipo A, con el nemotécnico UAA.

²⁰ Informe anual EEFF año 2020 página 46.

Cuadro 22. Comparativo de transacciones bursátiles entre los dos tipos de acciones

UAA Statistics Monthly 5 Years

Price							Volume	Turnover	
High	40.15	30-sep-2016	Max	244,858,397	31-may-2020	Advancing	3,830,293,185	Max	5,819,446,225.10
Low	7.15	31-may-2020	Min	73,272,658	31-oct-2019	Declining	3,518,975,105	Min	1,053,213,672.85
Avg	19.41		Avg	121,862,236		Total	7,433,596,381	Avg	2,310,539,428.15

UA Statistics Monthly 5 Years

Price							Volume	Turnover	
High	35.81	30-sep-2016	Max	209,545,934	30-jun-2020	Advancing	2,423,264,059	Max	2,346,107,708.55
Low	6.37	31-may-2020	Min	15,334,638	30-sep-2016	Declining	2,284,657,470	Min	525,830,902.73
Avg	17.26		Avg	77,430,429		Total	4,723,256,167	Avg	1,237,098,150.84

Fuente: <https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp?s=UAA&st=RIC&app=true>

Como se observa en el Cuadro 22, la acción UAA transa un 57.4% (121.862.236 con respecto a 77.430.429) más que la acción UA, siendo la primera más representativa para nuestra valoración 57.4%.

Para el cálculo, tomaremos el total de acciones emitidas y se multiplicará por el precio de cierre de la acción UAA.

Cuadro 23. Patrimonio económico de Under Armour

En millones de dólares	2017	2018	2019	2020	2021*
Número de acciones	442.1	448.6	451.8	455	468.2
Precio de la acción*	14.43	17.67	21.6	17.17	21.15
Total patrimonio económico (P)	6,380	7,927	9,759	7,812	9,902
		24.25%	23.11%	-19.95%	26.75%

* Se tomo el valor de la acción que más volumen de transacción tiene en el mercado.

Fuente: <https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp?s=UAA&st=RIC&app=true>

La evolución histórica del Patrimonio Económico (bursátil) de Under Armour trae una tendencia al alza entre los años 2017 al 2019, en donde por año en promedio se incrementaba un 20%, sin embargo, como explicamos en el punto 2 de este estudio (DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA), la crisis sanitaria de la COVID-19 tuvo un fuerte impacto en el sector *Apparel* y por ello las acciones cayeron de precio en el mercado bursátil, pasando de USD 21.6 por acción a USD 17.17 por acción es decir, bajo USD 4.43 por acción, lo que representó una baja de su patrimonio económico en \$ 2.015.650 millones de dólares.

3.3. Valor Económico

Para el cálculo del valor económico, tomaremos la deuda financiera determinada en el punto 3.1 y el patrimonio económico del punto 3.2 y se suman para obtener finalmente el Valor Económico, es decir, Valor de la empresa incluyendo la deuda y el precio del mercado, tal como lo muestra en el Cuadro 24.

Cuadro 24. Valor económico de Under Armour

En millones de dólares	2017	2018	2019	2020	2021*
Valor de la Deuda Financiera (B)	917	729	593	1,004	805
Patrimonio económico (P)	6,380	7,927	9,759	7,812	9,902
Valor Económico (V)	7,297	8,656	10,352	8,816	10,707
		18.63%	19.59%	-14.83%	21.45%

Fuente: eikon <https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp?s=UAA&st=RIC&app=true>

La evolución del valor económico nos muestra una caída en el año 2020 (-14.83%), consecuencia de todo lo explicado anteriormente con el impacto de la COVID-19; sin embargo, para el 2021, se trae una dinámica de crecimiento, recuperándose a cifras similares al 2019, período antes de la pandemia.

3.4. Estructura de Capital Histórica y Objetivo

Para el cálculo de la estructura de capital histórico, haremos la proporcionalidad de la deuda (B) entre el Valor Económico que obtuvimos en el punto 3.3 (V), indicándonos cuánto representa la deuda con respecto al Valor Económico de la empresa (V), y a su vez, analizaremos la proporcionalidad del precio bursátil de la empresa (P) con respecto al Valor Económico de la misma, generando este segundo cálculo, cuánto representa P sobre V; y por último, obtendremos la razón, de proporcionalidad que tiene la deuda (B) sobre el Precio Bursátil de la empresa (P). (ver cuadro 25 pág. 51)

Cuadro 25. Estructura de Capital de Under Armour

En porcentaje	2017	2018	2019	2020	2021*	E.C. Histórica	E.C. Histórica
						Promedio 2017-1S2021	Promedio 2019-1S2021
B/V	12.57%	8.42%	5.73%	11.38%	7.51%	9.12%	8.21%
P/V	87.43%	91.58%	94.27%	88.62%	92.49%	90.88%	91.79%
B/P	14.37%	9.19%	6.07%	12.85%	8.13%	10.12%	9.02%

Fuente: Elaboración propia con base en los cuadros anteriores

Una vez obtenido estos cálculos, analizaremos la evolución de cada uno de los componentes de esta estructura de capital.

3.4.1 Deuda (B) / Valor Económico (V)

Para los periodos históricos del 2017 al 2021, obtuvimos un promedio de 9.12%, y para los periodos históricos del 2019 al 2021, obtuvimos un promedio de 8.21%; es muy notorio que la tendencia es lineal y que no hay una variación significativa entre estos dos conjuntos de periodos históricos, sin embargo, en los años 2017 y 2020 específicamente hubo un incremento, significado de los años donde hay crecimiento de la empresa o impacto por la crisis sanitaria (COVID-19).

3.4.2 Patrimonio Económico (P) / Valor Económico (V)

Esto nos indica cuánto representa el patrimonio económico del valor económico, obteniendo para el periodo de 2017 al 2021, un 90.88% y para el periodo del 2019 al 2021 obtuvimos 91.79%; nuevamente vemos que el comportamiento es lineal sin mayores distorsiones entre estos dos grupos de periodos.

3.4.3 Deuda (B) / Patrimonio Económico (P)

Esto nos indica cuánto representa la deuda del patrimonio bursátil económico de la empresa, obteniendo para el grupo de años del 2017 al 2021 un 10.12% y para el grupo de años del 2019 al 2021 un 9.02%, es decir, tampoco hay mayores cambios significativos entre ellos históricamente.

Toda vez, que el comportamiento histórico es muy estable en los últimos 5 años, consideramos como supuesto que la mejor estructura de capital a futuro será de un 11% en B/V dándonos un B/P de 12.36%, representado en el siguiente cuadro:

Cuadro 26. Estructura de Capital Objetivo

En porcentaje	E.C. Objetivo
	Promedio 2022-2025
B/V	11.00%
P/V	89.00%
B/P	12.36%

Fuente: Elaboración propia con base en los cuadros anteriores

4. ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1 Costo de la deuda

Se ha obtenido el costo de la deuda k_b con base en la tasa de mercado (*Yield*) más próxima a la fecha de valoración del bono que tiene la empresa Under Armour, para junio de 2026, como lo explicamos anteriormente en el Cuadro 13, el cual como se muestra en la Figura 13, es de 2.421%(Junio 30 2021), sin embargo, considerando que dicho Bono se transa en la economía norteamericana, esta tasa ha sido descontada a la inflación de EUA²¹, con el fin de obtener una tasa de costo de deuda real en dólares, dándonos como resultado 0,41%. En el Cuadro 21, se muestra la información del bono seleccionado en base a las condiciones mencionadas.

Figura 13. Tasa Interna de Retorno del Bono de la deuda



Date	Last Price	Mid YTM	Date	Last Price	Mid YTM	Date	Last Price
12/31/21			12/31/20	100.433	3.163	12/31/19	97.924
11/30/21			11/30/20	99.798	3.290	11/29/19	96.549
10/31/21			10/30/20	96.857	3.877	10/31/19	96.747
09/30/21	103.744	2.402	09/30/20	94.437	4.362	09/30/19	96.618
08/31/21	104.126	2.333	08/31/20	93.820	4.473	08/30/19	97.945
07/30/21	103.862	2.404	07/31/20	93.458	4.532	07/31/19	97.070
06/30/21	103.847	2.421	06/30/20	88.348	5.577	06/28/19	94.534
05/31/21	102.186	2.782	05/29/20	83.707	6.562	05/31/19	92.497
04/30/21	101.758	2.877	04/30/20	90.264	5.124	04/30/19	92.340
03/31/21	100.371	3.171	03/31/20	91.919	4.770	03/29/19	91.363
02/26/21	102.390	2.760	02/28/20	94.318	4.291	02/28/19	89.909
01/29/21	100.515	3.145	01/31/20	98.196	3.569	01/31/19	88.505

Fuente: www.bloomberg.com

Cuadro 27. Información del bono de más largo plazo

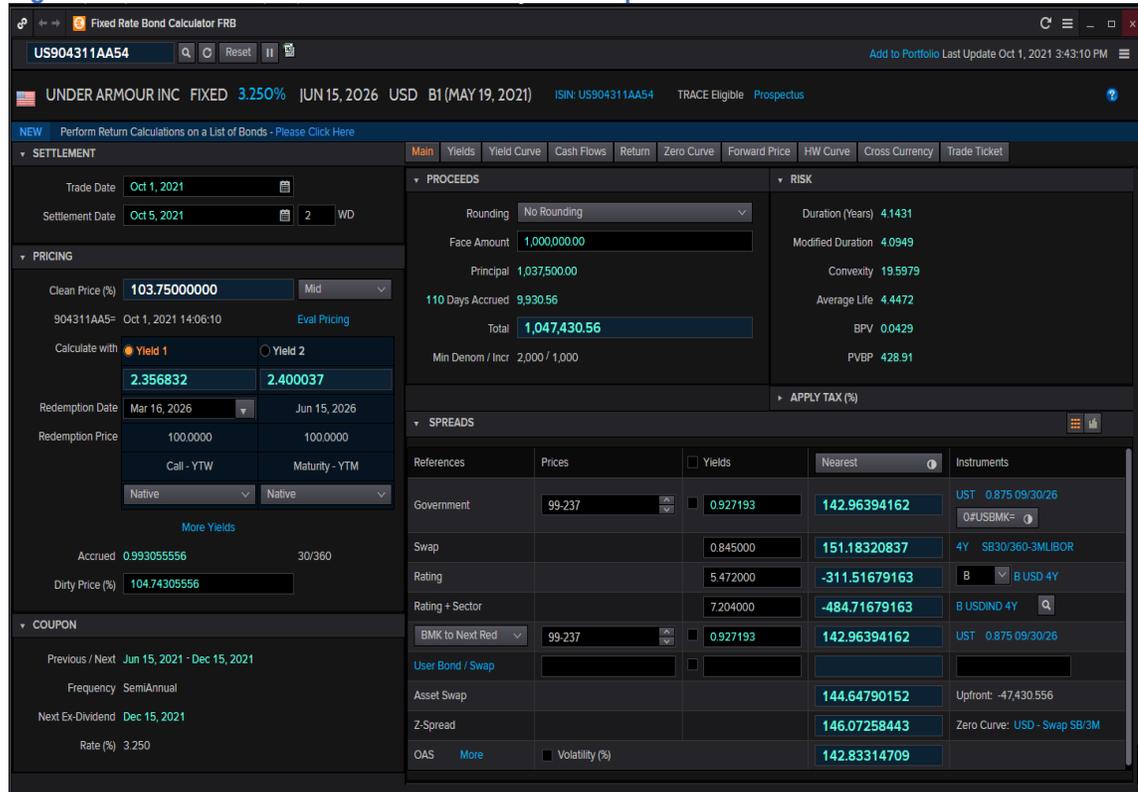
Bono de más largo plazo	30-jun-21
Nemotécnico	UAA
Código del Bono	US904311AA54
Rate Cupon	3.25%
Maturity	15-jun-26
Yield al 30 Junio 2021 (nominal)	2.4210%
YTM al 30 de Junio (k_b). (Real)	0.41%

Fuente: Elaboración propia con datos de:

<https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/GovCorp/#/0x00102c2da16108d9/EVzBONDzGCPxFRBzHIST>

²¹ <https://datosmacro.expansion.com/ipc-paises/usa#:~:text=En%20agosto%20cay%C3%B3%20el%20IPC%20en%20Estados%20Unidos&text=La%20variaci%C3%B3n%20mensual%20del%20IPC, en%202021%20es%20del%205%25.>

Figura 14. Datos del bono de UNDER ARMOUR usado para el costo de la deuda



Fuente:

<https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/GovCorp/#/0x00102c2da16108d9/EVzBONDzGCPxSCHEDzRED>

Como se ve en la Figura 14, tenemos algunos datos informativos del Bono, como la Duración Modificada que refleja 4.09 periodos, los periodos de pagos de los cupones, el monto mínimo a invertir (*Face Amount*), y el precio limpio y sucio del bono entre otros datos.

4.2 Beta de la deuda

Utilizando el *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* y la tasa del costo de la deuda determinada en el enunciado 4.1, reemplazaremos las variables para obtener la beta de la deuda con base en el bono de más largo plazo de la empresa.

La siguiente es la fórmula para la obtención del Beta de la deuda, que como bien determina la literatura financiera, la beta es una medida de riesgo que relaciona la

volatilidad de la rentabilidad de una acción con la rentabilidad del mercado²², y en el caso de la beta de la deuda, usamos la tasa libre de riesgo.

Fórmula *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

$$K_b = R_f + \beta_b * PRM$$

Para obtener β_d despejaremos la fórmula:

$$\beta_b = \frac{K_b - R_f}{PRM}$$

Donde:

K_b = Costo de la deuda

R_f = Tasa Libre de Riesgo*

β_b = **Beta de la deuda**

PRM = Premio por riesgo de mercado

*Para la Tasa Libre de Riesgo (R_f) se tomó la tasa que corresponde a los bonos del Tesoro de los EE. UU. a 20 años, dado que se está trabajando la estructura de la deuda a tres años (2019 – 2021); se ha obtenido el promedio del R_f contemplando el mismo periodo de tiempo, dándonos como resultado 0.11%, de tasa real.²³

El insumo del Premio por Riesgo (PRM) se observó en primer lugar en Damodaran, dando un PRM para USA de 4.72%. Sin embargo, las condiciones de la economía reflejan un mayor nivel de volatilidad en el mercado accionario lo cual lleva a que el PRM sea más alto y no más bajo como el obtenido por Damodaran. En este sentido, se seguirá la recomendación de *Duff & Phelps*, que sitúa el PRM para EUA en 5,5%.²⁴

Obtenemos:

K_b = Costo de la deuda	0.41%
R_f = tasa libre de riesgo	0.11%
β_b = es la beta de la deuda	0.06
PRM = Premio por riesgo de mercado	5.50%

$$\beta_b = \frac{0.41\% - 0.11\%}{5.50\%}$$

$$\beta_b = 0.06$$

²² Tomado del libro de Valoración de Empresas, León Oscar página 254

²³ Fuente: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/Pages/index.aspx>

²⁴ Fuente: <https://www.duffandphelps.com/insights/publications/valuation-insights/valuation-insights-first-quarter-2021/duff-and-phelps-recommended-us-equity-risk>

4.3 Estimación del Beta Patrimonial

Como menciona la literatura financiera, la beta es la pendiente de la línea de regresión que asocia la rentabilidad de una acción con la rentabilidad del mercado, el coeficiente beta recoge el riesgo sistemático de una acción.

Para la valoración de UNDER ARMOUR, obtuvimos la beta patrimonial de la empresa, con deuda, al utilizar una serie de 104 registros semanales por dos años que van desde el 1 de julio de 2019 al 30 de junio de 2021, con el precio de cierre del viernes de cada semana y utilizamos la misma serie de 104 registros para el índice seleccionado S&P 500²⁵.

Para ello utilizamos la siguiente fórmula:

$$R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

Donde
 R_t = Retorno semanal de la acción.
 α = Intercepto
 β . = **Pendiente de la línea recta que representa la beta de la acción.**
 $R_{t,m}$ = Rendimiento del mercado

La beta patrimonial, también lo obtenemos, de la división entre la Covarianza de las variables del retorno del activo de UNDER ARMOUR entre la Varianza de los retornos del índice del mercado S&P.

$$\beta = \frac{\text{Covarianza Retorno Mercado, Retorno Activo}}{\text{Varianza retorno mercado}}$$

Por lo que se puede observar en el Cuadro 28 (ver pág. 57), se obtuvo una beta de 1.64 que es sensible con respecto al mercado determinado por el índice (S&P500). El P-Value obtenido es menor al 1% por lo tanto es una beta significativa, lo cual implica que el modelo explica los retornos. La presencia bursátil de la acción en el mercado es de 100%, lo que nos indica que se mantiene transando en el mercado cuando se da la oportunidad (transo todos los días que están incluidos en el análisis y los que abrió la Bolsa).

²⁵ Fuente: Datos obtenidos de Eikon

Cuadro 28. Datos de la estimación de la beta (junio 2021)

Beta de la acción	1.64
P-Value	0.00%
No. Observaciones	104
R ²	0.41
Presencia bursátil	100.00%

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de Eikon

Cuadro 29. Liquidez de la acción.

No. semanas que transa la acción / Total de semanas que podría transar	
No. semanas que transa la acción	104
Total, de semanas que podría transar **	104
Presencia Bursátil/ Liquidez de la acción	100%

Fuente: Elaboración propia

**Se hizo el cálculo de liquidez con base en las 52 semanas por año

Debemos tener en cuenta, que el Beta Patrimonial obtenido en este punto, es incluyendo la deuda que ha sido explicada en el punto 4.1.

4.4 Beta patrimonial sin deuda

En el punto 4.3 obtuvimos el Beta patrimonial con deuda, es decir, contemplando el riesgo de la deuda (bono a 10 años), ahora, des apalancaremos esa beta, para obtener la beta del negocio, es decir, de la parte patrimonial que no incluye la deuda.

Para determinar la tasa de impuesto corporativa de la empresa, nos hemos basado en la tasa reciente de los impuestos corporativos de EUA (Figura 15, ver pág. 59), toda vez que el 65% de las ventas de UNDER ARMOUR se generan en el mercado norteamericano.

Para ello, usaremos la siguiente fórmula:

$$\beta_{\rho}^{c/b} = \beta_{\rho}^{s/b} * \left[1 + (1 - tc) * \frac{B}{P} \right] - \beta_b * (1 - tc) * \frac{B}{P}$$

Donde

$\beta_{\rho}^{c/b}$ = Es el Beta patrimonial con deuda

$\beta_{\rho}^{s/b}$ = Beta patrimonial sin deuda

tc = Tasa de impuesto corporativa reciente

β_b = Beta de la deuda.

$\frac{B}{P}$ = Es la estructura de capital promedio histórica.

Para obtener la beta patrimonial sin deuda, despejamos la fórmula de la siguiente forma:

$$\beta_{\rho}^{c/D} = \beta_{\rho}^{s/D} \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right)$$
$$\beta_{\rho}^{s/D} = \frac{\beta_{\rho}^{c/D} + \beta_d (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right)}{\left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right]}$$

Obtenemos:

Variables de la fórmula

$\beta_{\rho}^{c/b} = 1.64$ (Ver 4.3)

$\beta_{\rho}^{s/b} = 1.54$

$tc^* = 20.71\%$

$\beta_b = 0.06$ (Ver 4.2)

$\frac{B}{P} = 9.02\%$ (Ver Cuadro 19, 3.4)

$$\beta_{\rho}^{\frac{s}{b}} = \frac{\beta_{\rho}^{\frac{c}{b}} + \beta_b (1 - tc) * \left(\frac{B}{P} \right)}{[1 + (1 - tc)(B/P)]}$$

$$\beta_{\rho}^{\frac{s}{b}} = 1.64 + 0.06(1 - 20.71\%) * (9.02\%)$$

$$\beta_{\rho}^{\frac{s}{b}} = 1.54$$

Es decir, nuestro Beta Patrimonial des apalancado es de 1.54

Figura 15. Tasa de impuesto corporativa histórica de EUA.



Fuente: Tasas de impuestos en línea - KPMG Global (home.kpmg)

Año	Impuesto Corporativo
2017	21.41%
2018	21.37%
2019	20.90%
2020	20.79%
2021	20.71%
	21.04% Promedio

4.5 Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Para estimar la estructura de capital objetivo, se consideró la estructura de capital histórico con los periodos que van desde el año 2017 hasta el 30 de junio de 2021, en el punto anterior (4.4) obtuvimos la beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital histórica, ahora, en este punto, calcularemos la beta patrimonial apalancándola nuevamente, pero esta vez usando la estructura de capital objetivo, para ello usaremos el siguiente Cuadro:

$$\beta_{\rho}^{c/b} = \beta_{\rho}^{s/b} * \left[1 + (1 - tc) * \frac{B}{P} \right] - \beta_b * (1 - tc) * \frac{B}{P}$$

Donde

$\beta_{\rho}^{c/b}$ = Es el Beta patrimonial con deuda

$\beta_{\rho}^{s/b}$ = Beta patrimonial sin deuda

tc = Tasa de impuesto corporativa histórica.

β_b = Beta de la deuda.

$\frac{B}{P}$ = Es la estructura de capital objetivo.

Obtenemos:

Variables de la fórmula

$$\beta_{\rho}^{c/b} = 1.68$$

$$\beta_{\rho}^{s/b} = 1.54$$

$$tc^* = 20.71\%$$

$$\beta_b = 0.06 \text{ (Ver 4.2)}$$

$$\frac{B}{P} = 12.36\% \text{ (Ver Cuadro 26, 3.4)}$$

$$\beta_{\rho}^{c/b} = 1.54 * [1 + (1 - 20.71\%) * 12.36\%] - 0.06 * (1 - 20.71\%) * 12.36\%$$

$$\beta_{\rho}^{c/d} = 1.68$$

Como resultado, hemos obtenido 1.68.

4.6 Costo patrimonial

Tal y como dice la literatura financiera del autor Carlos Maquieira, el costo patrimonial puede interpretarse como la tasa de retorno exigida a la acción de la empresa, porque lo que se le exige a la acción es lo que se le exige al patrimonio²⁶, cita también el autor en su libro, que M&M²⁷ sostienen que el costo de capital propio o costo patrimonial (tasa de descuento del accionista) aumenta junto con el nivel de endeudamiento de la empresa. De esta forma, M&M argumentan que el retorno esperado sobre el patrimonio está positivamente relacionado con el *leverage* financiero de la compañía²⁸.

Para el costo patrimonial (K_p), utilizaremos la siguiente fórmula:

$$K_p = R_f + \beta_{\rho}^{c/d} * PRM$$

Donde

R_f = Tasa libre de riesgo

$\beta_{\rho}^{c/d}$ = Es el Beta patrimonial con deuda

PRM = Premio por riesgo de mercado

K_p . = **Costo Patrimonial**

Obtenemos:

Donde

R_f = 0.11%

$\beta_{\rho}^{c/b}$ = 1.68 (Ver 4.3 y/o 4.5)

PRM = 5.50% (Ver 4.2)

K_p . = **9.35%**

K_p para esta valoración es de 9.35%.

$$K_p = 0.11\% + 1.68 * 5.50\%$$

$$K_p = 9.35\%$$

²⁶ Maquieira, Carlos P. (marzo 2008) Finanzas Corporativas Teoría y Práctica. Editorial Andrés Bello. Página 194

²⁷ Teorema de Modigliani-Miller

²⁸ Maquieira, Carlos P. (marzo 2008) Finanzas Corporativas Teoría y Práctica. Editorial Andres Bello. Pagina 159

Figura 16. Detalles de Tasa libre de Riesgo (Bono USA) vencimiento 30 años

PRINCIPAL COUPON INFORMATION		ISSUE DETAILS	
Maturity Date	Monday, 15 de May de 2051 @ -16,777,216*00	Issue Date/Price/Yield	Monday, 17 de May de 2021/99.5737/ 2.395
Coupon Currency	USD	Issue Spread	0.00 (USD)
Amount Outstanding	95,480,586,900 USD	CUSIP/ISIN	912810SX7/US912810SX72
Coupon Type / Frequency	Fixed:Plain Vanilla Fixed Coupon/Semiannually	Modified Duration	21.30
Current Coupon	2.375	Final Redemption Value	100*00
Dated/ First / Last Coupon	Saturday, 15 de May de 2021/Monday, 15 de November de 2021/ Tuesday, 15 de November de 2050	Minimum Denomination	100.00
Asset Status	Re-Opening	Denomination Increment	100.00 (USD)
Option	--	Private Placement	No

Fuente:

<https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/GovCorp?#/0x00102cfb0b5529b0/EVzBONDzGCPxDESCRzBASIC>

Como se vio en el Cuadro 29(ver pág.57) de este documento, la participación bursátil del activo es de un 100%, por tanto, presenta liquidez; si su participación hubiese sido baja en el mercado bursátil, se hace necesario agregar un premio por iliquidez que, para los EUA, es de 0.001%.²⁹

4.7 Costo de capital

Según la literatura financiera el WACC es el promedio ponderado del costo efectivo de la deuda y el costo del patrimonio usando como ponderador la importancia de cada fuente de financiamientos en el valor de la empresa. El WACC será mayor cuanto mayor sea la tasa libre de riesgo, la rentabilidad esperada del mercado, la Beta, el nivel de endeudamiento y el coste financiero. En cambio, se reduce cuanto mayor sea la tasa impositiva y el nivel de fondos propios.³⁰

Para obtener K_o , usaremos la siguiente fórmula:

$$K_o = K_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - t_c) * \frac{B}{V}$$

²⁹ Amihud, Y., Hameed, A., Kang, W., & Zhang, H. (2015). The illiquidity premium: International evidence. Journal of Financial Economics, 117(2), 350-368.

³⁰ <https://www.financlick.es/que-es-el-wacc-y-como-interpretarlo-n-81-es>

Donde

K_o = Costo de capital promedio ponderado

K_p = Costo Patrimonial

$\frac{P}{V}$ = Razón patrimonio a valor de empresa (con capital objetivo)

K_b = Costo de la deuda

t_c = Tasa de impuesto corporativo a largo plazo*

$\frac{B}{V}$ = Razón de endeudamiento de la empresa (con capital objetivo)

*Se utilizará para el cálculo del WACC la tasa de impuestos corporativo a largo plazo para USA³¹

Obtenemos:

Cuadro 30. WACC para descontar los Flujos de caja libres

K_p	9.35%	(Ver 4.6)
P/V	89.00%	(Ver Tabla 26)
K_b	0.41%	(Ver 4.1)
t_c	28.00%	(Ver 4.4)
B/V	11.00%	(Ver Tabla 26)
K_o	8.36%	Costo promedio ponderado

Fuente: Elaboración Propia con base en los cálculos anteriores

$$K_o = 9.35\% * 89\% + 0.41\% * (1 - 28\%) * 11\%$$

$$K_o = 8.36\%$$

³¹ <https://taxfoundation.org/biden-corporate-income-tax-rate/>

5. ANALISIS DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

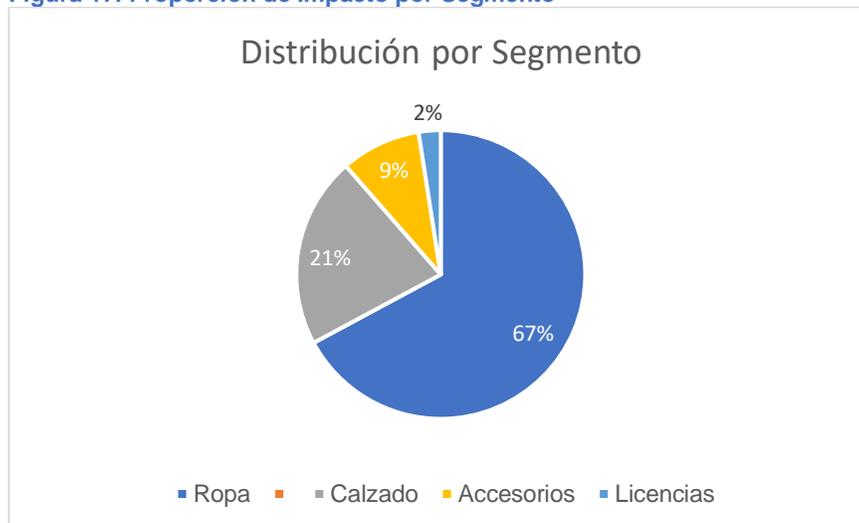
En este capítulo, analizaremos la estructura del Estado de Resultados, del Balance General y el pronóstico que se tiene para el desarrollo de la industria textil deportiva y de zapatos deportivos.

5.1 Análisis de crecimiento de la empresa

Under Armour Inc, tiene sus ingresos repartidos por regiones paralelamente a los continentes, es decir, Norteamérica que incluye Estados Unidos y Canadá; Asia Pacífico que incluye Nueva Zelanda, Australia y los países asiáticos; Europa, Oriente Medio y África que se identifica como EMEA; y América Latina.

Además de estas regiones, sus ingresos operacionales están distribuidos por segmentos como Ropa, Calzado, Accesorios, Licencias y aplicaciones deportivas; siendo la ropa deportiva el segmento de mayor impacto dentro de la línea de negocios.

Figura 17. Proporción de Impacto por Segmento

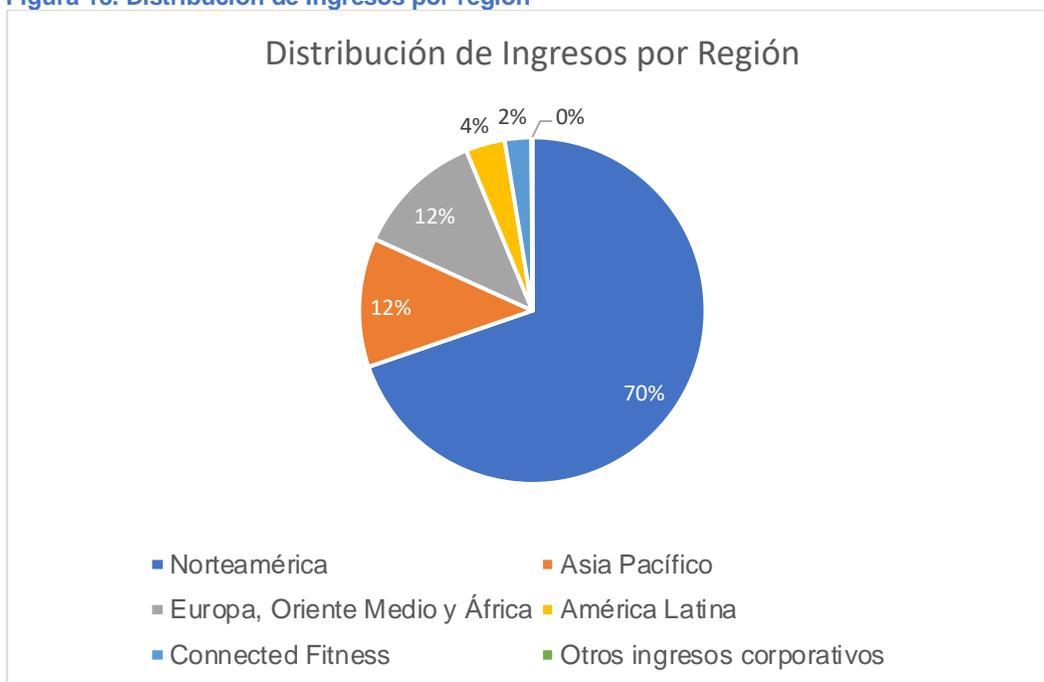


Como muestra la Figura 17, la ropa representa un 67% del total de los ingresos operaciones, seguido del calzado deportivo en un 21%, posteriormente accesorios en un 9% y por último licencias con un 2%, es decir, la ropa y el calzado deportivo son el 88%

de los ingresos operacionales, siendo esto representativo con el negocio al que pertenece UNDER ARMOUR Inc.

Los ingresos operacionales por región se pueden observar en detalle en la Figura 18, donde vemos que Norteamérica es el mercado más importante, con un 70% de participación del total de ingresos operacionales, seguido de Asia Pacífico con un 12% y EMEA con otro 12%, es decir, estas 3 regiones, equivalen al 94% de los ingresos operacionales.

Figura 18. Distribución de Ingresos por región



Fuente:

El total de ingresos operacionales como lo muestra el Cuadro 31 (ver pág. 66), fue duramente impactado en el año 2020 por la pandemia sanitaria COVID-19, puesto que, para el cierre fiscal del 2019, los ingresos fueron 5.267MUSD, pero para el cierre del 2020 estos ingresos cayeron un 15% dejándolos en 4.475MUSD.

Como hemos comentado en anteriores capítulos, la industria de *apparel & footwear*, fue fuertemente golpeada por la COVID-19, sin embargo, para el 2021, se estima que se

tenga una recuperación de un 23%, conservando lo que ya ha reportado Under Armour con sus cifras al primer semestre del 2021.

Cuadro 31. Ingresos por región y por segmento de Under Armour, Inc. (5 años)

En millones de dólares	Dic -17	Dic -18	Dic -19	Dic -20	1S 2021	2S 2021	Dic -21 (LTM)
Norteamérica	3,802	3,735	3,658	2,945	1,711	1,903	3,615
Ropa	2,557	2,550	2,483	1,957	1,104	1,277	2,381
Calzado	807	783	778	634	427	373	801
Accesorios	347	311	298	281	150	199	349
Licencias	91	92	99	72	29	54	84
Asia Pacífico	434	558	636	629	403	426	828
Ropa	292	381	432	418	260	286	546
Calzado	92	117	135	135	101	83	183
Accesorios	40	46	52	60	35	45	80
Licencias	10	14	17	15	7	12	19
Europa, Oriente Medio y África	470	589	621	598	401	387	788
Ropa	316	402	422	398	259	261	519
Calzado	100	123	132	129	100	74	175
Accesorios	43	49	51	57	35	41	76
Licencias	11	14	17	15	7	11	18
América Latina	181	191	196	165	95	117	211
Ropa	122	130	133	110	61	78	139
Calzado	39	40	42	36	24	23	47
Accesorios	17	16	16	16	8	12	20
Licencias	4	5	5	4	2	3	5
Aplicaciones deportivas	101	120	136	136		136	136
Otros ingresos corporativos		-	19	2	1	2	2
Total	4,989	5,193	5,267	4,475	2,609	2,971	5,580

Fuente: Elaboración propia basada en los Estados Financieros K10.

El comportamiento que han tenido las diferentes regiones dentro de los ingresos operacionales ha sido muy variado, de acuerdo con lo que muestra la Figura 19(ver pág. 67), podemos ver como Norteamérica mantiene una tendencia a la baja, desde el año 2017 hasta el 2020 disminuyendo un 28% de sus ingresos en estos 3 años, sin embargo, en el 2021, se recupera un poco este ingreso subiendo un 19% con respecto al año anterior.

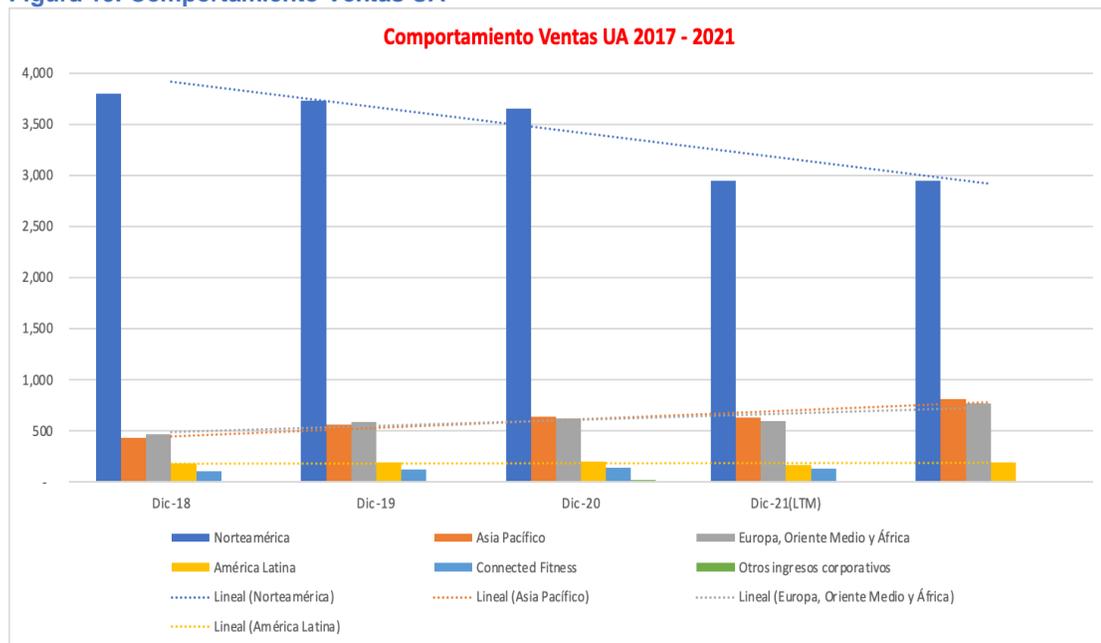
Asia Pacífico es un mercado potencial que presenta una tendencia de crecimiento anualmente desde el 2017 al 2020 del 45% de crecimiento, incluso con la COVID-19 solo disminuyó un 1% de los ingresos en este segmento, es decir, no se vio tan

impactado a pesar de que la pandemia se originó en el pacífico asiático; para el 2021 se espera un crecimiento del 31% con respecto al año anterior.

EMEA, año tras año crece, desde el 2017 al 2020 en un 27%, y solo fue impactado en pandemia por un 4%, para el 2021, y se espera que se recupere en un 32% con respecto al 2020.

AMERICA LATINA, a pesar de que no tiene grande participación en los ingresos, se mantiene con una constante de crecimiento desde el 2017 al 2020, sin embargo, el 2020 presento una caída significativa, dejando finalmente esta región con una disminución de un 9% entre el 2017 al 2020, se espera un 28% de recuperación para el 2021 vs el 2020, esta fue la región que mas impacto tuvo y la que tiene una recuperación menor con respecto a las demás.

Figura 19. Comportamiento Ventas UA



Fuente: Elaboración propia datos EEFF K10

Cuadro 32. Variación anual de ingresos por región

Variación anual en %	Dic -18	Dic -19	Dic -20	Dic -21 (LTM)
Norteamérica	↓ -1.77%	↓ -2.06%	↓ -19.50%	↑ 22.73%
Asia Pacífico	↑ 28.71%	↑ 14.01%	↓ -1.21%	↑ 31.76%
Europa, Oriente Medio y África	↑ 25.23%	↑ 5.53%	↓ -3.68%	↑ 31.77%
América Latina	→ 5.22%	→ 2.80%	↓ -15.96%	↑ 28.27%
Connected Fitness	↑ 18.61%	↑ 13.31%	↓ -0.41%	↓ 0.00%
Otros ingresos corporativos	↓ 0.00%	↓ 0.00%	↓ -88.83%	↓ -4.67%
Total	→ 4.10%	→ 1.42%	↓ -15.05%	↑ 24.71%

Fuente: Elaboración propia basada en el Cuadro 25

El Cuadro 32 nos muestra el impacto del 15.05% que tuvieron los ingresos operacionales en el año 2020 producto de la pandemia, sin embargo, se espera una importante recuperación para el 2021.

Cuadro 33. Proporción de ingresos por región de Under Armour Inc.

% del total de ingresos	Dic -17	Dic -18	Dic -19	Dic -20	Dic -21 (LTM)	Promedio
Norteamérica	76.22%	71.93%	69.46%	65.81%	64.77%	69.64%
Asia Pacífico	8.69%	10.75%	12.08%	14.05%	14.84%	12.08%
Europa, Oriente Medio y África	9.42%	11.33%	11.79%	13.37%	14.13%	12.01%
América Latina	3.63%	3.67%	3.72%	3.68%	3.79%	3.70%
Connected Fitness	2.03%	2.32%	2.59%	3.04%	2.43%	2.48%
Otros ingresos corporativos	0.00%	0.00%	0.36%	0.05%	0.04%	0.09%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Fuente: Elaboración propia basada en los Estados Financieros K10.

En el Cuadro 33 se ve claramente lo que hemos explicado en párrafos anteriores, que la región de Norteamérica es la más importante de los ingresos operacionales, seguido por Asia Pacífico, y EMEA.

Cuadro 34. Proporción de ingresos por segmento de Under Armour Inc.

% del total de ingresos	Dic -17	Dic -18	Dic -19	Dic -20	Dic -21 (LTM)	Promedio
Ropa	67.26%	68.26%	67.89%	66.47%	65.88%	67.15%
Calzado	21.24%	20.95%	21.26%	21.54%	22.15%	21.43%
Accesorios	9.12%	8.33%	8.14%	9.55%	9.65%	8.96%
Licencias	2.39%	2.46%	2.71%	2.44%	2.32%	2.46%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Fuente: Elaboración propia basada en los Estados Financieros K10.

Así mismo, en el Cuadro 34 apreciamos, la proporción de los ingresos operacionales por segmento, siendo ropa el más significativo con un 67%, seguido de calzado con un 21% y luego accesorios y licencia con un 11%.

Como **Norteamérica**, es el 70% de los ingresos y el 67.15% del segmento de ingresos está representado en ropa y calzado, podemos ver, en el Cuadro 35 que, en ropa deportiva, la de los hombres tiene mayor **participación** que la ropa de las mujeres, y en zapatos los hombres tienen mayor **participación** ya que la marca empezó como patrocinador de los equipos de futbol americano masculino, entonces el *TOP OF MIND* de esta marca se inclina **hacia** este género.

Los zapatos deportivos, también **están más** marcados por los hombres que las mujeres, incluso en los zapatos deportivos, los zapatos de niños tienen mayor **representación** que los zapatos para mujeres.

Cuadro 35. Distribución de los segmentos Ropa y Zapatos deportivos en Norteamérica de Under Armour Inc.

Only USA / USD Million										
Category	Data Type	2015	2016	2017	2018	2019	2020			
Apparel and Footwear	Retail Value RSP	4,874	5,586	5,202	5,202	5,191	5,262	3,815		
Apparel	Retail Value RSP	3,933	4,476	4,162	4,162	4,160	4,201	3,038		
Menswear	Retail Value RSP	2,182	2,474	2,299	2,288	2,308	1,659			
Womenswear	Retail Value RSP	1,269	1,444	1,336	1,344	1,353	984			
Childrenswear	Retail Value RSP	436	508	480	483	494	364			
Apparel Accessories	Retail Value RSP	45	50	46	46	45	32			
Footwear	Retail Value RSP	941	1,110	1,040	1,031	1,061	777			
Men's Footwear	Retail Value RSP	651	771	723	718	741	543			
Children's Footwear	Retail Value RSP	149	178	167	164	167	124			
Women's Footwear	Retail Value RSP	141	162	150	150	153	110			

Fuente: <https://www.portal.euromonitor.com/portal/statisticsevolution/index>

Fuente: <https://www.portal.euromonitor.com/portal/statisticsevolution/index>.

En la **línea** de prendas de vestir, la ropa para el **deporte** (93%) es de mayor **participación** que la ropa interior (7%), como vemos en el Cuadro 36.

Cuadro 36. Distribución del segmento ropa deportiva de Under Amour en USA

Only USA / USD Million							
Category	Data Type	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Apparel by Category	Retail Value RSP	3,451	3,918	3,636	3,632	3,661	2,643
Outerwear	Retail Value RSP	3,228	3,660	3,392	3,387	3,413	2,460
Underwear	Retail Value RSP	219	252	239	240	243	179
Swimwear	Retail Value RSP	05	06	05	05	05	04

Fuente: <https://www.portal.euromonitor.com/portal/statisticsevolution/index>.

5.2 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

La proporcionalidad de los costos y gastos operaciones de Under Armour, están marcados principalmente por el costo de ventas, el mismo constituye el 53.87% en promedio del total de Costos y Gastos operacionales (Cuadro 32, pág. 70), siendo esto apropiado con el negocio, puesto que dentro de los costos de ventas, se encuentran los costos de la producción del producto vendido, así como los fletes y costos arancelarios, el flete saliente y entrante, los costos de manejo por hacer que los productos estén listos de acuerdo a las especificaciones del cliente, pagos de regalías a los patrocinadores basados en un porcentaje predeterminado de ventas de productos seleccionados y amortizaciones por obsolescencia de inventario. Los tejidos de muchos de los productos están hechos principalmente de materiales sintéticos a base de petróleo, por eso los costos relacionados con el alza o baja de esta materia prima básica, así como también los fletes y aranceles, podrían verse afectados por las tendencias de precios del petróleo a largo plazo. En general, como porcentaje de los ingresos netos, el costo venta asociados con la ropa y accesorios es más bajo que el de calzado. Una parte limitada del costo de los bienes vendidos está asociada con las licencias e ingresos de *Connected Fitness*.³²

Cuadro 37. Costos y Gastos operacionales de Under Armour en millones de dólares

En millones de dólares y en % del total	Dic -17	%	Dic -18	%	Dic -19	%	Dic -20	%	1S 2021	%	2S 2021	%	Dic -21 (LTM)	%
Costo de ventas	- 2,738	55.18%	- 2,853	54.67%	- 2,796	55.59%	- 2,315	45.49%	- 1,311	25.77%	- 1,438	28.27%	- 2,750	53.87%
Gastos de ventas, generales y administrativos	- 1,361	27.43%	- 1,441	27.61%	- 1,469	29.20%	- 1,456	28.62%	- 711	13.97%	- 761	14.95%	- 1,472	28.84%
Gastos de publicidad	- 565	11.39%	- 560	10.73%	- 579	11.51%	- 550	10.82%	- 277	5.45%	- 301	5.91%	- 578	11.33%
Depreciación y amortización	- 174	3.50%	- 182	3.48%	- 186	3.71%	- 165	3.24%	- 71	1.39%	- 107	2.10%	- 178	3.48%
Costos de reestructuración**	- 124	2.50%	- 183	3.51%	-	0.00%	- 602	11.82%	- 10	0.19%	- 117	2.30%	- 127	2.49%
Activos deteriorados por desuso	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%
TOTAL	- 4,961	100.00%	- 5,219	100.00%	- 5,030	100.00%	- 5,088	100.00%	- 2,380	100.00%	- 2,724	100.00%	- 5,104	100.00%

En millones de dólares	Dic -17	Dic -18	Dic -19	Dic -20	1S 2021	2S 2021	Dic -21 (LTM)
Costo de ventas	- 2,738	- 2,853	- 2,796	- 2,315	- 1,311	- 1,438	- 2,750
Gastos de ventas, generales y administrativos	- 1,361	- 1,441	- 1,469	- 1,456	- 711	- 761	- 1,472
Gastos de publicidad	- 565	- 560	- 579	- 550	- 277	- 301	- 578
Depreciación y amortización	- 174	- 182	- 186	- 165	- 71	- 107	- 178
Costos de reestructuración**	- 124	- 183	-	- 602	- 10	- 117	- 127
Activos deteriorados por desuso	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL	- 4,961	- 5,219	- 5,030	- 5,088	- 2,380	- 2,724	- 5,104

Fuente: Elaboración propia

³² Tomado de las Notas a los estados financieros del informe 10K del año 2020.

Por otro lado, el Cuadro 37 explica también la proporcionalidad de los gastos de ventas, generales y administrativos, estos últimos representan en promedio el 28.37% del total de costos y gastos operacionales, es consecuente con el negocio vertical de textiles y calzados al que pertenece la empresa Under Armour, en este rubro no están incluidos los gastos de publicidad, que claramente al ser una empresa de *retail*, invierte un 11.15% en promedio del total de Costos y Gastos operacionales en publicidad, pues el marketing es un rubro muy importante para posicionar la marca y para hacer que Under Armour tenga mayor presencia en el mercado. (ver cuadro 38 pág. 71).

Los gastos administrativos, de ventas y generales se mantienen constantes a lo largo de los años y se espera un ligero crecimiento del 12% para el cierre del 2021.

Los gastos de publicidad presentan una disminución entre el 2019 al 2020, (28.50MUSD), debido a la cancelación de eventos y el cierre de tiendas producto del COVID-19.

Los gastos de ventas, generales y administrativos, también disminuyeron en ese tiempo debido a que los viajes fueron reducidos, las comisiones de ventas y demás gastos, todos estos bajaron por el COVID-19.

**La empresa considera como gastos operacionales, los costos de reestructuración que están constituidos en Propiedad Planta y Equipo en desuso por 29.2MUSD, Activos intangibles en desuso por 4.3MUSD, Derechos de uso de activo deteriorado por 293.4MUSD, costos relativos a empleados 28.5MUSD, costos de contrato de salida por 79MUSD, perdida por otros activos 13MUSD, otros costos de reestructuración por 12.5MUSD; dando como resultado los 460.3MUSD, esto para el año 2020, para mayores detalles ver el anexo 3,³³.

También considera como gastos operativos los gastos ocasionados por el desuso de los activos.

En el Cuadro 38 los costos y gastos representan entre el 93.65% y 99.45% sobre los ingresos y para el año 2020 debido a Covid19 representaron el 113.49% sobre los ingresos. Podemos observar que el costo de ventas es el 52.78% en promedio y los

³³ Tomado de las Notas a los estados financieros del informe 10K del año 2020.

gastos de ventas, generales y administrativos el 28.37%, así como los gastos de publicidad son el 11.15% de los ingresos.

Cuadro 38. Proporción de costos y gastos operacionales sobre los ingresos de Under Armour Inc.

En % sobre los ingresos	Dic -17	Dic -18	Dic -19	Dic -20	Dic -21 (LTM)	Promedio
Costo de ventas	-54.88%	-54.94%	-53.09%	-51.73%	-49.27%	-52.78%
Gastos de ventas, generales y administrativos	-27.27%	-27.74%	-27.89%	-32.55%	-26.38%	-28.37%
Gastos de publicidad	-11.33%	-10.78%	-10.99%	-12.30%	-10.36%	-11.15%
Depreciación y amortización	-3.48%	-3.50%	-3.54%	-3.69%	-3.18%	-3.48%
Costos de reestructuración**	-2.49%	-0.41%	0.00%	-13.44%	-2.27%	-3.72%
Activos deteriorados por desuso	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
TOTAL	-99.45%	-97.37%	-95.50%	-113.71%	-91.46%	-99.50%

Fuente: Elaboración propia basada en los EEFF

5.3 Análisis del resultado marginal y operacional de la empresa

5.3.1 Análisis de resultado marginal

La utilidad bruta, después de analizar los ingresos operacionales y los costos de ventas, obtenemos que para el cierre del año 2020 el margen **bruto** cerro con un 48% y su promedio, fue incluido el 49% en el que se estima cerrará el 2021 de un 47%; **¿qué tan bueno o aceptable es este margen?** Si observamos la industria, (Figura 21, ver pág. 74) el GP margen es de un 55% por lo que U.A. Inc. presenta un promedio de 47%; estos son 8 puntos porcentuales abajo, por lo que **podríamos** decir que el promedio del margen bruto que presenta nuestra empresa a evaluar es **bueno y aceptable**.

El siguiente cuadro muestra, la utilidad bruta por región, y teniendo en cuenta que, **Norteamérica** es el mercado más importante para Under Armour, es por ello que la utilidad bruta por segmento, está muy bien marcada por esta región.

Cuadro 39. Utilidad Bruta de Under Armour por región

En millones de dólares y en % de	Dic -17	%	Dic -18	%	Dic -19	%	Dic -20	%	1S 2021	%	2S 2021	Dic -21(LTM)	%
Norteamérica	1,716	76.22%	1,683	71.93%	1,716	69.46%	1,422	65.81%	840	64.77%	993	76.50%	141.27%
Asia Pacífico	196	8.69%	252	10.75%	299	12.08%	303	14.05%	193	14.84%	227	17.53%	32.37%
Europa, Oriente Medio y África	212	9.42%	265	11.33%	291	11.79%	289	13.37%	183	14.13%	216	16.69%	30.81%
América Latina	82	3.63%	86	3.67%	92	3.72%	80	3.68%	49	3.79%	58	4.47%	8.26%
Connected Fitness	46	2.03%	54	2.32%	64	2.59%	66	3.04%	32	2.43%	37	2.87%	5.31%
Otros ingresos corporativos	-	0.00%	-	0.00%	9	0.36%	1	0.05%	0	0.04%	1	0.04%	0.08%
Total	2,251	100%	2,340	100%	2,471	100%	2,160	100%	1,297	100%	1,532	100%	100%
Total Margen Utilidad Bruta	45.12%		45.06%		46.91%		48.27%		49.74%		51.58%		50.71%

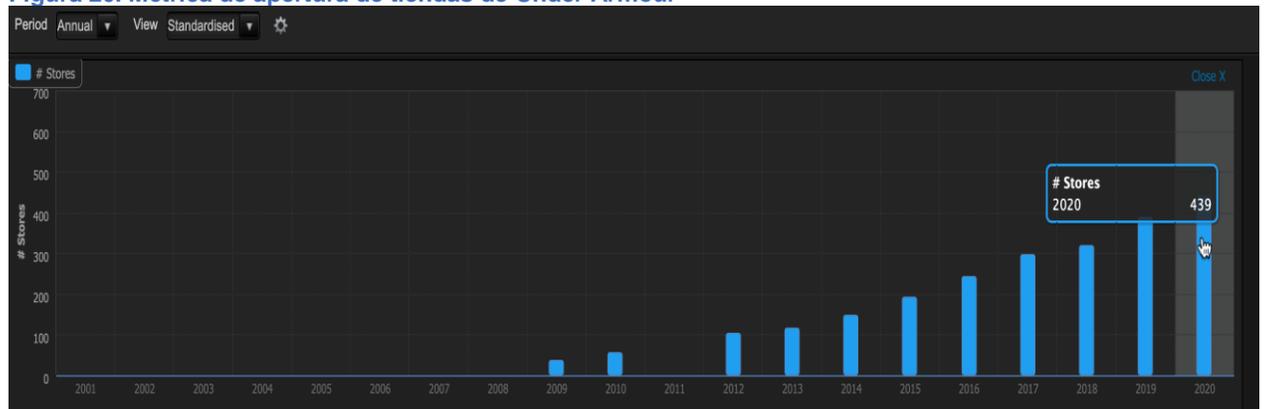
En millones de dólares	Dic -17	Dic -18	Dic -19	Dic -20	1S 2021	2S 2021	Dic -21(LTM)
Norteamérica	1,716	1,683	1,716	1,422	840	993	1,833
Asia Pacífico	196	252	299	303	193	227	420
Europa, Oriente Medio y África	212	265	291	289	183	216	400
América Latina	82	86	92	80	49	58	107
Connected Fitness	46	54	64	66	32	37	69
Otros ingresos corporativos	-	-	9	1	0	1	1
Total	2,251	2,340	2,471	2,160	1,297	1,532	2,830
Total Margen Utilidad Bruta	45.12%	45.06%	46.91%	48.27%	49.74%	51.58%	50.71%

-0.14% 4.12% 2.90% 3.03% 3.72% 5.05%

Fuente: Elaboración propia basados en la distribución de ingresos

Una de las métricas que mueve esta industria, es el número de tiendas, ya que a mayor cantidad de tiendas, mayor posicionamiento de la marca, es así como Under Armour ha incrementado en los últimos años la apertura de tiendas, empezando en el año 2009 con 35 tiendas y para el cierre del año 2020 ya tenían 439 tiendas a nivel global; la industria en promedio establece que 480 tiendas abiertas es algo positivo para el posicionamiento de la marca, así que Under Armour parece ir muy encaminado en esa tendencia.

Figura 20. Métrica de apertura de tiendas de Under Armour



Fuente: <https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp?s=UAA&st=RIC&app=true>

Así como la métrica de tiendas es importante en la industria de *retail*, también lo es la de mercadeo, sin embargo, esta última va muy ligada al margen bruto, tanto en la industria como en Under Armour, como lo muestra la Figura 21 y Figura 22.

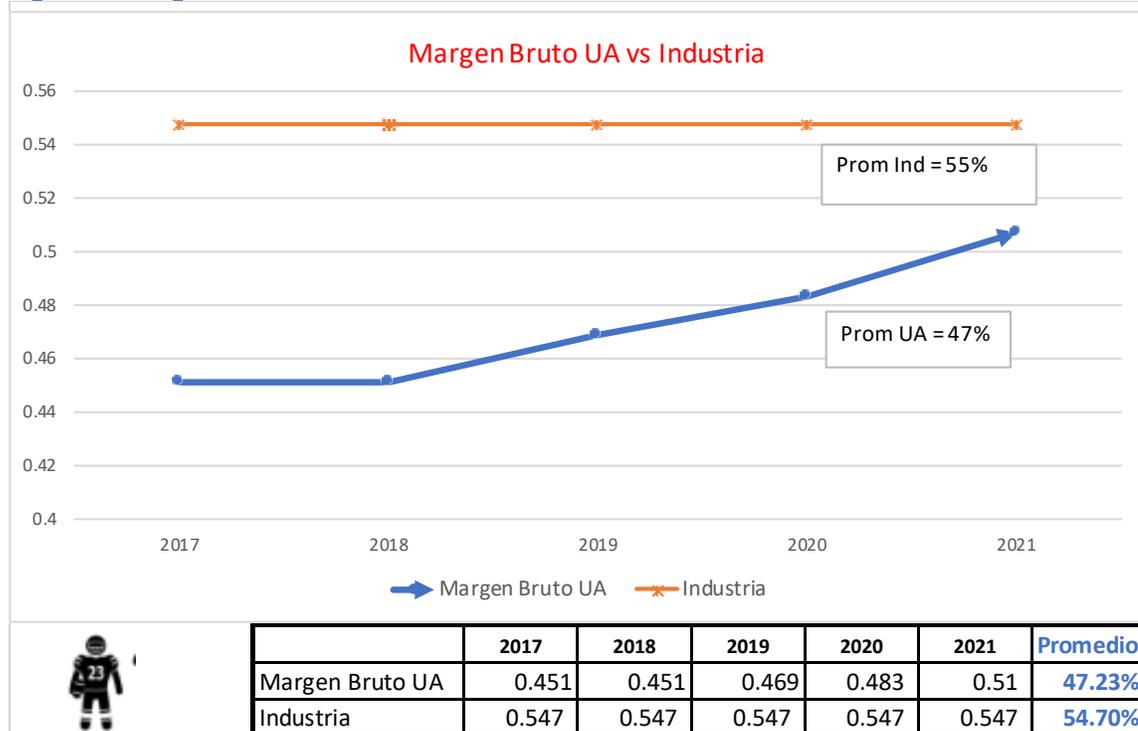
Figura 21. Métrica de tiendas y márgenes de mercadeo

Annual Standardised in Millions of U.S. Dollars

	Industry Median	2020	2019	2018	2017
Earnings Quality Score	88	86	89	83	23
# Stores	480	439.	388.	319.	295.
Merchandise Margins	55.7%	48.3%	46.9%	45.1%	45.1%
Profitability					
Gross Margin	54.7%	48.3%	46.9%	45.1%	45.1%

Fuente: <https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp?s=UAA&st=RIC&app=true>

Figura 22. Margen Bruto de Under Armour vs Industria.



Fuente: Elaboración propia de datos basados en <https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp?s=UAA&st=RIC&app=true>

5.3.2. Análisis de la utilidad operacional

La utilidad operacional de Under Armour, ha sido muy variable en los últimos 5 años, es que al ser una empresa en crecimiento cada año se enfrenta a retos variables, como el

2020, que se enfrentó a la pandemia de la COVID-19 con un fuerte impacto, especialmente por el cierre de sus tiendas y la baja compra de los consumidores, al no ser un producto de estricta y básica necesidad, por lo que para el año 2020, tuvieron una pérdida operacional del 13.71%, sin embargo, de acuerdo con lo que ya presentan sus cifras al cierre de junio del 2020, se espera una recuperación importante para el cierre del 2021, del 8.54% en la utilidad operacional.

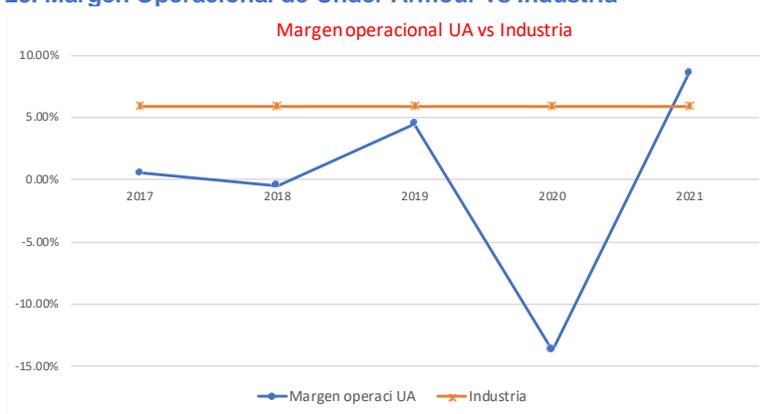
Cuadro 40. Utilidad operacional con análisis vertical de Under Armour en MUS\$

En millones de dólares y % del total de ventas	en	Dic -17	%	Dic -18	%	Dic -19	%	Dic -20	%	1S 2021	%	2S 2021	%	Dic -21 (LTM)	%
Ventas	4,989	100.00%	5,193	100.00%	5,267	100.00%	4,475	100.00%	2,609	100.00%	2,972	100.00%	5,580	100.00%	
Costo de Ventas	- 2,738	-54.88%	- 2,853	-54.94%	- 2,796	-53.09%	- 2,315	-51.73%	- 1,311	-50.26%	- 1,438	-48.40%	- 2,750	-49.27%	
Utilidad Bruta	2,251	45.12%	2,340	45.06%	2,471	46.91%	2,160	48.27%	1,297	49.74%	1,533	51.60%	2,831	50.73%	
Gastos de ventas, generales y administrativos	- 1,361	-27.27%	- 1,441	-27.74%	- 1,469	-27.89%	- 1,456	-32.55%	- 711	-27.25%	- 761	-25.60%	- 1,472	-26.38%	
Gastos de publicidad	- 565	-11.33%	- 560	-10.78%	- 579	-10.99%	- 550	-12.30%	- 277	-10.63%	- 301	-10.12%	- 578	-10.36%	
Depreciación y amortización	- 174	-3.48%	- 182	-3.50%	- 186	-3.54%	- 165	-3.69%	- 71	-2.71%	- 107	-3.60%	- 178	-3.18%	
Costos de reestructuración	- 124	-2.49%	- 183	-3.53%	-	0.00%	- 602	-13.44%	- 10	-0.37%	- 117	-3.94%	- 127	-2.27%	
Activos deteriorados por desuso	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	
Utilidad operacional	27	0.55%	- 25	-0.49%	237	4.50%	- 613	-13.71%	229	8.77%	248	8.34%	476	8.54%	

Fuente: Elaboración propia basado en los EEFF 10K

Este 8.54% que se estima cierre el 2021, ¿cómo es versus la industria? De acuerdo con el reporte que con más detalle se encuentra en el anexo 4, la industria presenta un margen operacional en promedio del 5.9% es decir, el 6% que estima Under Armour al cierre de sus operaciones de este año y la ubican como una empresa estable dentro de la industria.

Figura 23. Margen Operacional de Under Armour vs Industria



	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Margen operaci UA	0.55%	-0.50%	4.50%	-13.71%	8.54%	-0.12%
Industria	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%

Fuente:

Realizando un análisis horizontal del estado de resultados de Under Armour, podemos ver que de un año a otro hay mucha variación, como explicábamos en los párrafos anteriores, esta empresa aún está en una etapa de evolución y crecimiento, además, del impacto del COVID en el 2020.

La utilidad bruta representa en el año 2020 un 48% y se espera que para el 2021 finalice con un 49%, esto es más o menos el promedio que ha venido teniendo la empresa; así mismo, la **utilidad operacional** para el 2021, se espera que cierre en un 6% recuperándose del año 2020.

De acuerdo con el Cuadro 35, se observa una caída en la operación del 2020, producto de la COVID-19, así mismo, durante el 2021 se espera una recuperación alta del margen bruto (25.97%) así como de la utilidad operacional.

Cuadro 41. Análisis Horizontal de Estado de Resultados de Under Armour

En porcentaje		Dic -18	Dic -19	Dic -20	Dic -21 (LTM)
Ventas	↑	4.10% ↑	1.42% ↓	-15.05% ↑	24.71%
Costo de ventas	↑	4.21% ↓	-2.00% ↓	-17.22% ↑	18.79%
Utilidad Bruta	↑	3.95% ↑	5.60% ↓	-12.59% ↑	31.06%
Gastos de ventas, generales y administrativos	↑	5.89% ↑	1.95% ↓	-0.86% →	1.06%
Gastos de publicidad	↓	-0.96% ↑	3.43% ↓	-4.92% ↑	5.02%
Depreciación y amortización	↑	4.66% ↑	2.53% ↓	-11.48% ↑	7.68%
Costos de reestructuración	↑	47.66% ↓	-100.00% →	0.00% ↓	-78.92%
Activos deteriorados por desuso	→	0.00% →	0.00% →	0.00% →	0.00%
Utilidad operacional	↓	-192.36% ↓	-1032.16% ↓	-359.04% ↓	-177.69%

Elaboración propia basado en los EEFF 10K

5.4 Ingresos no operacionales y Estado de Resultado.

Hasta ahora, hemos analizado y visto lo operacional de Under Armour, sin embargo, también como empresa que tiene su financiamiento y diferentes movimientos contables, presenta ingresos y costos no operacionales, tal como indica el siguiente cuadro.

Cuadro 42. Ingresos y gastos No operacionales

En millones de dólares	Dic -17	Dic -18	Dic -19	Dic -20	1S 2021	2S 2021	Dic -21 (LTM)
Gastos financieros netos	- 35	- 34	- 21	- 47	- 27	- 30	- 57
Otros ingresos (gastos) netos ***	- 4	- 9	- 6	168	- 45	- 25	- 70
Ingresos (perdida) en inversiones por participación patrimonial		1	- 48	- 7	-	-	-
Ingresos y gastos No operacionales	- 38	- 42	- 75	114	- 72	- 55	- 127

Elaboración propia basado en los EEFF 10K

Los gastos financieros, sin lugar a duda, son parte esencial de los gastos no operacionales, especialmente por el incremento de la línea de crédito rotatorio que se situó en el año 2020 por 1.100MUSD. (Ver Cuadro 14 pag. 44).

***Durante el 2020, hubo una ganancia no operacional de 168 en otros ingresos(gastos) netos, derivados principalmente por ganancia en la venta de la plataforma *MyFitness Palm*.

También se observa, que solo en el año 2018 hubo una ligera ganancia por inversiones en otras empresas, sin embargo, para los siguientes años e incluso para el cierre del 2021, se espera que esta inversión no genere mayor ROI (retorno sobre la inversión).

Cuadro 43. Estado de Resultados completo Under Armour en MUSD

En millones de dólares y % del total de ventas	en	Dic -17	%	Dic -18	%	Dic -19	%	Dic -20	%	1S 2021	%	2S 2021	Dic -21 (LTM)	%
Ventas	4,989	100.00%	5,193	100.00%	5,267	100.00%	4,475	100.00%	2,609	100.00%	2,972	100.00%	5,580	100.00%
Costo de ventas	- 2,738	-54.88%	- 2,853	-54.94%	- 2,796	-53.09%	- 2,315	-51.73%	- 1,311	-29.30%	- 1,438	-27.31%	- 2,750	-49.27%
Utilidad Bruta	2,251	45.12%	2,340	45.06%	2,471	46.91%	2,160	48.27%	1,297	29.00%	1,533	29.11%	2,831	50.73%
Gastos de ventas, generales y administrativos	- 1,361	-27.27%	- 1,441	-27.74%	- 1,469	-27.89%	- 1,456	-32.55%	- 711	-13.50%	- 761	-17.00%	- 1,472	-26.38%
Gastos de publicidad	- 565	-11.33%	- 560	-10.78%	- 579	-10.99%	- 550	-12.30%	- 277	-5.26%	- 301	-6.72%	- 578	-10.36%
Depreciación y amortización	- 174	-3.48%	- 182	-3.50%	- 186	-3.54%	- 165	-3.69%	- 71	-1.34%	- 107	-2.39%	- 178	-3.18%
Costos de reestructuración	- 124	-2.49%	- 183	-3.53%	-	0.00%	- 602	-13.44%	- 10	-0.18%	- 117	-2.62%	- 127	-2.27%
Activos deteriorados por desuso	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%
Utilidad operacional	27	0.55%	- 25	-0.49%	237	4.50%	- 613	-13.71%	229	4.34%	248	5.54%	476	8.54%
Gastos financieros netos	- 35	-0.69%	- 34	-0.65%	- 21	-0.40%	- 47	-1.06%	- 27	-0.52%	- 30	-0.67%	- 57	-1.03%
Otros ingresos (gastos) netos ***	- 4	-0.07%	- 9	-0.18%	- 6	-0.11%	168	3.76%	- 45	-0.85%	- 25	-0.56%	- 70	-1.25%
Ingresos (perdida) en inversiones por participación patrimonial	-	0.00%	1	0.02%	- 48	-0.91%	- 7	-0.16%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%
Utilidad antes de impuestos	- 11	-0.21%	- 67	-1.29%	162	3.08%	- 500	-11.17%	156	2.97%	193	4.31%	349	6.26%
Impuestos	- 38	-0.76%	21	0.40%	- 70	-1.33%	- 49	-1.10%	- 20	-0.38%	- 19	-0.42%	- 39	-0.69%
Utilidad Neta	- 49	-0.97%	- 47	-0.90%	92	1.75%	- 549	-12.27%	136	5.23%	174	5.86%	311	5.57%

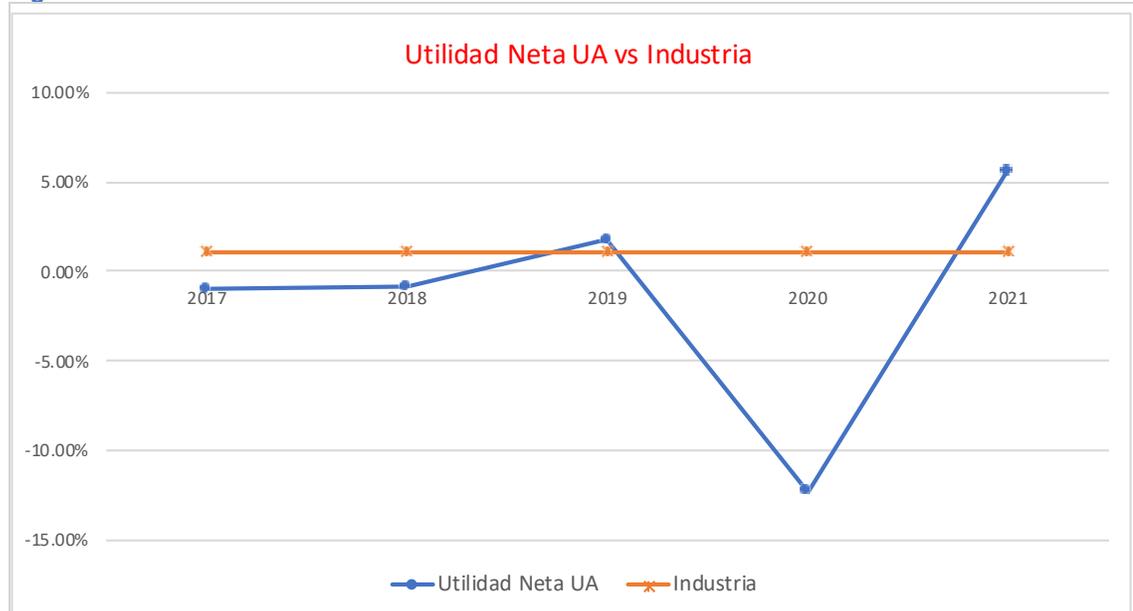
Elaboración propia basado en los EEFF 10K

Como punto final, tenemos los estados de resultado, también conocido como estado de rendimiento económico, en el que después de analizar el margen bruto y utilidad operacional que vimos en el punto 5.3 y los gastos e ingresos no operacionales del punto 5.4, tenemos la utilidad antes de impuestos que se espera sea de un 5% para el cierre

del año 2021, impactados por una salida adicional de impuestos de un 1%, dejando a Under Armour con expectativa de cierre para el 2021 de una Utilidad Neta del 4%; este resultado de concretarse, es un gran paso a cambiar la historia vivida en el 2020 (debido a la COVID-19).

La figura 24, nos muestra que el 5.57% que se espera de utilidad neta para el cierre del 2021, supera incluso la media de la industria que hasta el 2020 presentaba un promedio del 1.1%.

Figura 24. Utilidad Neta de Under Armour vs Industria



	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Utilidad Neta UA	-0.97%	-0.90%	1.75%	-12.27%	5.57%	-1.36%
Industria	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%

Elaboración propia basado en los EEFF 10K

5.5 Análisis de los activos de la empresa

5.5.1 Activos operacionales y no operacionales

Con respecto al Balance, empezaremos por identificar los activos operacionales (es decir, los de mayor impacto en el capital de trabajo) y los no operacionales posteriormente.

Cuadro 44. Clasificación de los activos de Under Armour, Inc.

Tipo de activos (En millones de dólares)	Al 30/Jun/21	Operacional	No operacional
Activos corrientes			
Efectivo y equivalentes de efectivo	1,350		X
Efectivo restringido	12	X	
Cuentas por cobrar, netas	639	X	
Inventarios	881	X	
Gastos pagados por adelantado y otros activos corrientes, neto	261	X	
Total activos corrientes	3,143		
Activos no corrientes			
Propiedad y equipo, neto	619	X	
Activos por derecho de uso por arrendamiento operativo	493	X	
Plusvalía	500		X
Activos intangibles, neto	12	X	
Impuesto sobre la renta diferido	25		X
Otros activos a largo plazo	79		X
Total de activos no corrientes	1,728		
Total	4,872		

Elaboración propia basado en los EEFF 10K

El efectivo y equivalente será un activo no operacional, toda vez que realizando una prueba ácida sin contemplar la caja, obtenemos 1.32 veces, es decir, las cuentas por cobrar, el inventario, los Gastos Pagados por Anticipado (GPA), cubren el pasivo corriente y un 32% adicional, por lo tanto, la caja no la consideraremos activo corriente.

Como información adicional, la prueba ácida (*quick ratio*) es de 1.66, indicando esto que el pasivo se cubre una vez y un 66% adicional sin contemplar el inventario, y una razón corriente (*current ratio*), de 2.28 es decir, su activo corriente cubre dos veces y un 28% adicional sus pasivos corrientes, razones, por las que no será contemplado el efectivo

dentro de los activos operacionales (para mayor detalle ver Anexo 4, razones de liquidez).

Sin embargo, la empresa tiene 12MUSD como efectivo restringido para ser usado como activo corriente, este se encuentra dentro de los GPA, pero se usaran por separado como efectivo restringido.³⁴

5.5.3 Capital de trabajo operativo neto

En el capital de trabajo operativo y después de realizar la clasificación de los Activos y Pasivos corrientes y operacionales, teniendo en cuenta un poco la teoría de lo que es el capital de trabajo, tenemos que es la diferencia que resulta de los activos corrientes con los pasivos corrientes, pero esto va mucho más allá de una simple resta, el capital de trabajo nos indica las veces en las que estos activos pueden cubrir los pasivos, así mismo, e hilando más delgado las variables del capital de trabajo, obtenemos el capital de trabajo neto operativo, que lo constituyen solo los activos y pasivos corrientes operacionales, es decir, sin incluir los pasivos financieros y/o otros pasivos y activos no operacionales, concluyendo que el capital de trabajo debe ser financiado con el flujo de la empresa y no con sus deudas financieras.

Como menciona el autor Oscar León García, que un concepto clave del análisis del capital de trabajo neto (CTN), se encuentra en la Productividad de este CTN, obteniendo esto de la división del CTN sobre las ventas (RCTON), es decir, cuanto requiere la empresa en capital de trabajo por cada venta que realiza, por lo que para Under Armour de acuerdo a El Cuadro 39 es 9% para el 2021 “*cuando las cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar crecen al ritmo que las ventas es porque los días se mantuvieron.*”³⁵

³⁴ Tomado de las notas a los EEFF 10k

³⁵ Leon Oscar, Valoración de empresas, Gerencia del Valor y EVA, Medellín, Editorial Digital Express LTDA, Capítulo 6 p.188

Cuadro 45. Capital de trabajo operativo neto histórico de Under Armour, Inc.

En millones de dólares	Dic -17	Dic -18	Dic -19	Dic -20	Jun-21
Activos operacionales corrientes:					
Efectivo restringido	6	9	8	11	12
Cuentas por cobrar, netas	610	653	709	527	639
Inventarios	1,159	1,019	892	896	881
Gastos pagados por adelantado y otros activos corrientes	251	356	305	271	261
Total de activos operacionales corrientes	2,025	2,036	1,914	1,706	1,793
Pasivos operacionales corrientes					
Cuentas por pagar	561	561	618	576	614
Gastos acumulados por pagar	297	340	375	379	493
Fondos por pagar a clientes	-	301	219	203	179
Total de pasivos operacionales	858	1,203	1,212	1,158	1,285
Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON)	1,167	834	702	547	508
Ingresos operacionales	4,989	5,193	5,267	4,475	5,580
RCTON (en %)	23.40%	16.05%	13.32%	12.23%	9.11%
RCTON (en %) (2017 - 2019)	17.59%				
RCTON (en %) (2017 - 2020)	16.25%				
RCTON (en %) (2020 - 2021)	10.67%				

Fuente: Elaboración propia basado en los EEFF 10K

Históricamente el RCTON presenta un comportamiento aceptable, el promedio desde 2017 al 2019(sin efecto COVID) es de 17% y entre el último año y el actual, es del 10.67%, esta liquidez es aceptable, sin embargo, es más baja para el 2021 que para los años anteriores.

Considerando que la rotación de la cartera de clientes para el cierre del 2020 está en 50.6 días y la rotación de cuentas por pagar cerró en 94.4 días, indicando que con el recaudo de sus ventas logra cubrir los pasivos, la rotación de días de inventario cerró en 141 días, esto significa que 4.70 meses toma el inventario en rotar, y convertirse en venta, para que luego esa venta, tome 50 días en convertirse en efectivo, a simple vista, pareciera un periodo largo, sin embargo la industria tiene una métrica de 151 días, es decir 5 meses en la rotación de inventario; debemos tener en cuenta, que cada inventario está basado en un periodo de tiempo de temporadas, de diseños en las prendas y de la tendencia en la moda que pauten los consumidores.

Figura 25. Indicadores de la Utilidad Neta Under Armour vs Industria

Annual Standardised in Millions of U.S. Dollars

	Industry Median	2020	2019	2018	2017
Earnings Quality Score	88	86	89	83	23
Operating					
A/R Turnover	8.8	7.2	7.7	8.2	8.1
Avg. A/R Days	41.4	50.6	47.3	44.5	45.2
Inv Turnover	2.4	2.6	2.9	2.6	2.6
Avg. Inventory Days	151.3	141.4	125.1	139.7	138.8
Avg. A/P Days	70.6	94.4	77.2	72.0	64.9
Fixed Asset Turnover	3.74	3.47	4.76	6.06	5.90
WC / Sales Growth	6.3%	10.2%	(0.3%)	(1.0%)	1.8%
Bad Debt Allowance (% of A/R)	6.6%	3.9%	2.1%	3.4%	3.2%

Fuente: <https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp?s=UAA&st=RIC&app=true>

En la figura 24, podemos observar algunos de los indicadores de liquidez y rotación que presenta la empresa en los últimos 4 años comparada con la media de la industria de estos mismos indicadores.

5.5.2 Análisis de las Inversiones

Las inversiones son usadas para generar mayor crecimiento o para reposición de activos. El Cuadro 40 (pág. 83) nos muestra que no hay espacio para nuevas inversiones pues la depreciación y amortización superan el total de inversiones por período, para el cierre del 2021E, esta cobertura es de 212.5% **es decir**, la depreciación y amortización es dos veces las adquisiciones, usándolas como reposición de activo y no para inversiones nuevas.

Cuadro 46. Inversiones históricas de Under Armour

En millones de dólares y en %	Dic -17	Dic -18	Dic -19	Dic -20	1S 2021	2S 2021	Dic -21 (LTM)
Compras de Propiedad Planta y Equipo	283	175	147	92	28	42	70
Compra de inversiones	39			40			
Compras de intangible	-	-	-	-	-	-	-
Total inversiones	283	175	147	92	28	42	70
Ingresos operacionales	4,989	5,193	5,267	4,475	2,609	2,972	5,580
% Inversiones sobre los ingresos	5.67%	3.37%	2.79%	2.06%	1.07%	1.41%	1.25%
Depreciación y amortización	174	182	186	165	71	107	178
% dep. y amor. sobre inversiones	61.38%	103.90%	126.71%	178.78%	252.35%	254.80%	253.82%
Compras totales / depreciación y amortización	162.92%	96.25%	78.92%	55.93%	39.63%	39.25%	39.40%

Elaboración propia basado en los EEFF 10K

5.6 Análisis de crecimiento de la industria

5.6.1. Estimación de crecimiento de Under Armour

La industria de indumentaria deportiva, liderando los segmentos de ropa y calzado, crece cada año de acuerdo con la información histórica de los últimos años. Al cierre del año 2020, se reporta que esta industria generó ingresos por USD1,497 billones en el mundo, aun cuando la economía a nivel mundial se vio afectada fuertemente por la pandemia de la Covid-19, la disminución en ingresos se situó en USD167 billones, lo que representa en términos porcentuales una baja del 10% globalmente.

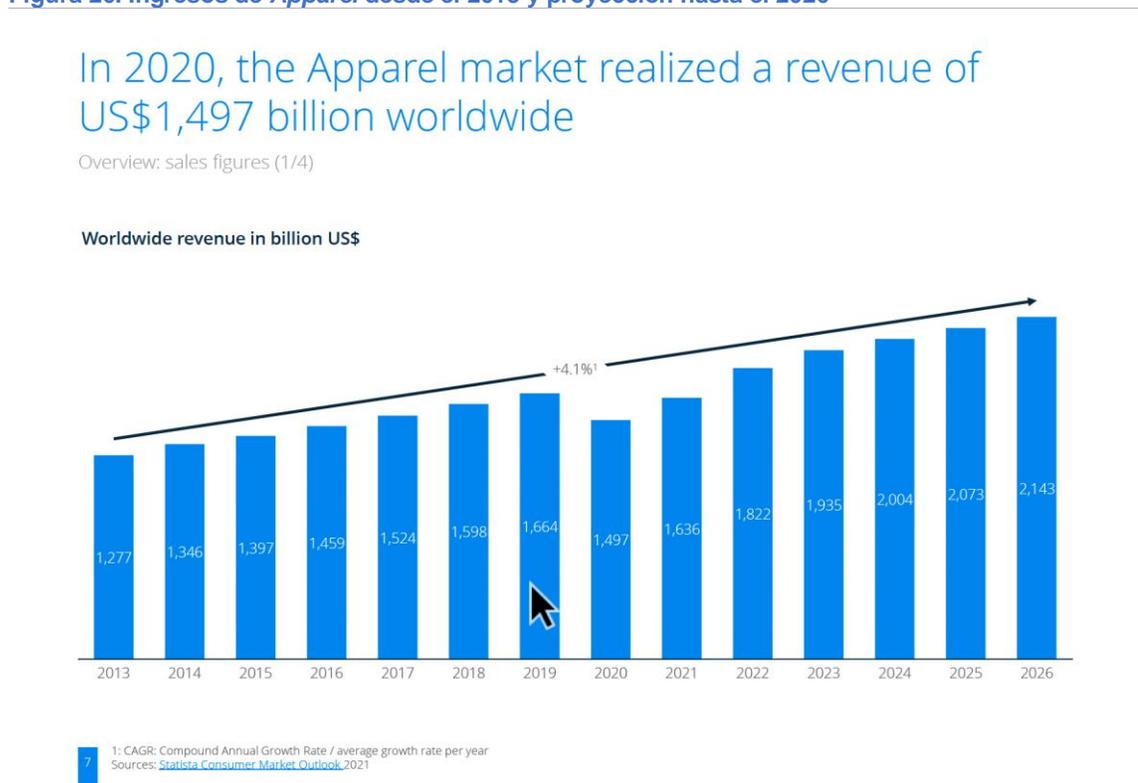
La evolución del denominado *athleisure* (*athletic – atlético y leisure – ocio*), ha sido sin duda la tendencia definitoria de esta década en indumentaria y calzado. En lugar de disminuir en importancia, la tendencia está evolucionando, empujada por el continuo crecimiento del consumo de ropa deportiva.³⁶

Como se puede observar en la figura 26 (ver pág. 84), cada año la ropa deportiva influye de manera positiva en el crecimiento de la industria. En este análisis, que considera ingresos del segmento de *apparel* desde el año 2013 y la proyección hasta el año 2026, observamos que la tasa anual compuesta de crecimiento (CAGR) es del 4%. Esto es impulsado por los segmentos inspirados en los deportes y el ejercicio físico, por lo que el *athleisure*, cada día está pasando de ser una tendencia de moda para convertirse en un estilo de vida.

³⁶ https://www.intertex-sudoe.eu/wp-content/uploads/2017/02/Informe_Estudio-moda-USA_INTERTEX.pdf

Otro concepto que crece y toma más relevancia es la ropa infantil, ya que los padres al usar ropa deportiva, tratan de vestir a sus hijos de una manera que refleje el mismo estilo.

Figura 26. Ingresos de *Apparel* desde el 2013 y proyección hasta el 2026



Fuente: study_id55501_apparel-report / Statista

A nivel global, la industria continua en crecimiento y las proyecciones realizadas por estudios expertos estiman un crecimiento promedio hasta el año 2025 de un 3% aproximado (Cuadro 48, pág. 85). Como se puede observar en el Cuadro 47 (pág. 85), en el segmento de *Apparel* el subsegmento de *Menswear* y *Womenswear* son importantes en cuanto a la proporción del total de los ingresos, siendo el subsegmento de *Womenswear* el que representa en promedio de los últimos 8 años (2018-2025) el 49.57% de los ingresos, seguido del subsegmento de *Menswear* para el mismo periodo, representado por 31.23%.

Cuadro 47. Ingresos de la industria a nivel global (2018-2025)

Worldwide											
Category	Company Name	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Promedio	Proporcion%
Apparel and Footwear	Industry	1,542,831	1,554,587	1,260,941	1,429,806	1,512,611	1,547,194	1,573,622	1,600,342	1,502,742	100.00%
Apparel	Industry	1,224,706	1,232,580	1,005,031	1,142,268	1,207,133	1,233,534	1,254,120	1,275,094	1,196,808	79.64%
Menswear	Industry	390,582	392,695	310,739	355,405	375,406	383,005	388,479	394,186	373,812	31.23%
Womenswear	Industry	617,007	617,851	498,771	565,387	597,567	608,871	616,632	624,206	593,287	49.57%
Childrenswear	Industry	149,142	154,136	130,976	150,292	162,142	170,166	178,124	186,267	160,156	13.38%
Apparel Accessories	Industry	67,975	67,899	64,545	71,184	72,017	71,492	70,885	70,435	69,554	5.81%
Footwear	Industry	318,125	322,007	255,909	287,538	305,478	313,660	319,502	325,248	305,933	20.36%
Men's Footwear	Industry	116,251	118,254	93,676	105,220	111,936	114,963	117,262	119,412	112,122	36.65%
Children's Footwear	Industry	44,719	45,599	37,956	42,269	44,775	46,103	47,200	48,365	44,623	14.59%
Women's Footwear	Industry	157,154	158,153	124,278	140,049	148,767	152,594	155,040	157,472	149,188	48.76%

Elaboración propia de la base de datos de EUROMONITOR

En cuanto al crecimiento de los segmentos más importantes, se puede observar en el Cuadro 48, que el subsegmento de *Menswear* y *Womenswear* crecen un 2.63% y 2.52% respectivamente para el periodo 2022 a 2025; a nivel *Footwear* el crecimiento que se prevé del 2022 al 2025 es de 28.80%; y en total para la industria es de un 2.87%.

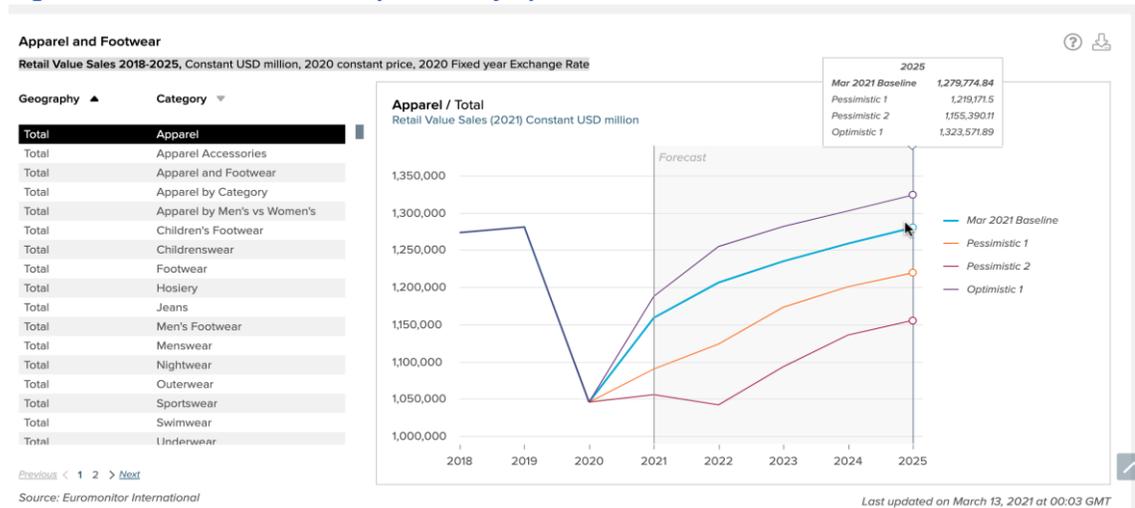
Cuadro 48. Crecimiento de la industria a nivel global (2019-2025)

Worldwide Variacion %										
Category	Company Name									Prom
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	crecimiento del 2022 al 2025
Apparel and Footwear	Industry	00	1%	-19%	13%	6%	2%	2%	2%	2.87%
Apparel	Industry	00	1%	-18%	14%	6%	2%	2%	2%	2.80%
Menswear	Industry	0.54%	-20.87%	14.37%	5.63%	2.02%	1.43%	1.47%	2.64%	
Womenswear	Industry	0.14%	-19.27%	13.36%	5.69%	1.89%	1.27%	1.23%	2.52%	
Childrenswear	Industry	3.35%	-15.03%	14.75%	7.88%	4.95%	4.68%	4.57%	5.52%	
Apparel Accessories	Industry	-0.11%	-4.94%	10.29%	1.17%	-0.73%	-0.85%	-0.63%	-0.26%	
Footwear	Industry	00	1%	-18%	14%	6%	2%	2%	28.80%	
Men's Footwear	Industry	1.72%	-20.78%	12.32%	6.38%	2.70%	2.00%	1.83%	3.23%	
Children's Footwear	Industry	1.97%	-16.76%	11.36%	5.93%	2.96%	2.38%	2.47%	3.44%	
Women's Footwear	Industry	0.64%	-21.42%	12.69%	6.23%	2.57%	1.60%	1.57%	2.99%	

Elaboración propia de la base de datos de EUROMONITOR

En cuanto a las tendencias de la industria globalmente y analizado por las regiones como Under Armour presenta sus ingresos, se observa en el comportamiento un escenario optimista. Estas regiones son: Norteamérica, Asia Pacifico, Europa, Oriente Medio y África (EMEA) y América Latina (ver figura 27, pág. 86).

Figura 27. Gráfica del escenario pesimista y optimista de la industria.



Fuente: <https://www.portal.euromonitor.com/portal/dashboard/index>

Entraremos a evaluar por segmento, empezando por Norteamérica que es el principal mercado de Under Armour, en donde el crecimiento tanto de *Apparel* como *Footwear* se proyecta constante al ser un mercado maduro; ya que para el total del segmento Ropa y zapatos deportivos, la estimación de crecimiento entre el 2022 y 2025 es de un 3.48%. (ver cuadro 49).

Cuadro 49. Tendencia de la industria globalmente (2018-2025) Norteamérica

Norteamérica Optimista										
Category	Company Name	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Estimac de crecimiento del 2022 al 2025
		Apparel and Footwear	Industry	395,879	396,156	303,342	357,467	385,082	393,400	396,399
<i>Apparel</i>	<i>Industry</i>	311,615	310,131	239,000	280,425	302,339	308,164	310,102	311,409	3.00%
<i>Menswear</i>	<i>Industry</i>	99,954	99,831	75,237	89,825	97,129	99,047	99,696	100,190	3.15%
<i>Womenswear</i>	<i>Industry</i>	157,740	156,409	120,467	141,269	152,617	155,850	157,029	157,864	3.44%
<i>Childrenswear</i>	<i>Industry</i>	37,500	37,864	30,033	34,278	36,830	37,845	38,515	39,031	5.98%
<i>Apparel Accessories</i>	<i>Industry</i>	16,422	16,028	13,264	15,052	15,764	15,421	14,863	14,325	-9.13%
<i>Footwear</i>	<i>Industry</i>	84,264	86,025	64,341	77,042	82,743	85,236	86,297	87,076	5.24%
<i>Men's Footwear</i>	<i>Industry</i>	31,030	32,106	24,433	28,836	30,934	31,804	32,296	32,659	5.58%
<i>Children's Footwear</i>	<i>Industry</i>	11,263	11,485	8,894	10,495	11,162	11,394	11,494	11,554	3.51%
<i>Women's Footwear</i>	<i>Industry</i>	41,971	42,433	31,015	37,712	40,646	42,038	42,507	42,863	5.45%

Elaboración propia de la base de datos de EUROMONITOR

Seguido por Asia Pacifico, la tendencia para este sector es de un 8.47%, en general, siendo proporcional el crecimiento entre Ropa deportiva (8.41%) y Zapatos (8.74%), esto confirma una vez más, que el sector de Asia Pacifico es uno de los principales mercados de crecimiento de Under Armour a nivel mundial.

Cuadro 50. Tendencia de la industria globalmente (2018-2025) Asia Pacifico

Asia Pacifico										Estimac de crecimiento del 2022 al 2025
Category	Company Name	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025
Apparel and Footwear	Industry	612,488	626,625	531,635	597,213	623,654	640,715	658,258	676,458	8.47%
<i>Apparel</i>	<i>Industry</i>	501,713	513,010	435,989	493,987	515,828	529,796	544,242	559,205	8.41%
Menswear	Industry	161,272	164,190	135,689	153,123	158,559	161,703	164,858	168,279	6.13%
Womenswear	Industry	247,865	251,257	210,432	236,019	245,332	249,709	254,078	258,546	5.39%
Childrenswear	Industry	56,127	60,696	54,212	65,081	71,904	78,122	84,710	91,477	27.22%
Apparel Accessories	Industry	36,449	36,868	35,656	39,765	40,034	40,262	40,596	40,903	2.17%
<i>Footwear</i>	<i>Industry</i>	110,776	113,615	95,646	103,225	107,826	110,919	114,016	117,253	8.74%
Men's Footwear	Industry	44,054	45,271	37,904	41,057	42,839	44,053	45,238	46,466	8.47%
Children's Footwear	Industry	13,437	14,115	12,700	13,733	14,456	15,125	15,870	16,693	15.48%
Women's Footwear	Industry	53,284	54,229	45,042	48,435	50,531	51,741	52,909	54,094	7.05%

Elaboración propia de la base de datos de EUROMONITOR

EMEA, presenta un crecimiento homogéneo entre Ropa deportiva (3.32%) y Zapatos (3.78%), para un total de textiles y zapatos de 3.42%, crecimiento que se estima sea constante y se mantenga en tendencia de acuerdo con su volumen histórico.

Cuadro 51. Tendencia de la industria globalmente (2018-2025) EMEA

Europa, Oriente Medio y África										Estimac de crecimiento del 2022 al 2025
Category	Company Name	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025
Apparel and Footwear	Industry	456,675	456,233	373,093	410,161	431,213	437,568	441,516	445,943	3.42%
<i>Apparel</i>	<i>Industry</i>	361,810	361,232	295,056	325,515	342,110	346,993	350,007	353,471	3.32%
Menswear	Industry	112,794	112,582	89,000	99,074	104,649	106,533	107,754	109,083	4.24%
Womenswear	Industry	187,825	187,368	151,899	168,422	177,589	180,305	181,837	183,403	3.27%
Childrenswear	Industry	47,312	47,457	40,399	43,568	45,394	45,931	46,455	47,152	3.87%
Apparel Accessories	Industry	13,880	13,825	13,758	14,452	14,477	14,224	13,960	13,834	-4.45%
<i>Footwear</i>	<i>Industry</i>	94,865	95,001	78,037	84,645	89,103	90,575	91,509	92,472	3.78%
Men's Footwear	Industry	31,323	31,324	25,250	27,531	29,189	29,750	30,131	30,439	4.28%
Children's Footwear	Industry	14,716	14,862	12,812	13,664	14,221	14,403	14,491	14,620	2.81%
Women's Footwear	Industry	48,826	48,815	39,976	43,451	45,693	46,421	46,887	47,412	3.76%

Elaboración propia de la base de datos de EUROMONITOR

América Latina, presenta un crecimiento más alto que los demás sectores, entre Ropa deportiva (8.87%) y Zapatos (10.23%), para un total de textiles y zapatos de 9.35%, su crecimiento se estima mayor a los anteriores sectores, aunque en cifras absolutas es menor.

Cuadro 52. Tendencia de la industria globalmente (2018-2025) América Latina

América Latina										Estimac de crecimiento del 2022 al 2025
Category	Company Name	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025
Apparel and Footwear	Industry	77,788	75,573	52,872	64,966	72,662	75,510	77,449	79,456	9.35%
Apparel	Industry	49,568	48,207	34,987	42,341	46,855	48,580	49,770	51,009	8.87%
Menswear	Industry	16,563	16,092	10,814	13,384	15,070	15,722	16,171	16,635	10.38%
Womenswear	Industry	23,577	22,817	15,972	19,677	22,029	23,007	23,689	24,393	10.73%
Childrenswear	Industry	8,204	8,120	6,333	7,366	8,014	8,268	8,444	8,608	7.41%
Apparel Accessories	Industry	1,225	1,178	1,867	1,914	1,742	1,583	1,466	1,374	-21.14%
Footwear	Industry	28,220	27,367	17,885	22,625	25,807	26,930	27,680	28,447	10.23%
Men's Footwear	Industry	9,844	9,553	6,089	7,797	8,974	9,355	9,597	9,847	9.73%
Children's Footwear	Industry	5,303	5,137	3,551	4,378	4,936	5,181	5,345	5,497	11.36%
Women's Footwear	Industry	13,073	12,676	8,245	10,451	11,897	12,393	12,737	13,102	10.13%

Elaboración propia de la base de datos de EUROMONITOR

5.6.2. Evolución histórica de los competidores

Al analizar la evolución de los ingresos históricos de los principales competidores de Under Armour y que, además, tienen gran participación en el mercado global, obtenemos, como lo muestra el Cuadro 53, que NIKE es el de mayor crecimiento año tras año de sus ingresos, seguido por PUMA; sin embargo, a nivel general, la evolución histórica de los ingresos presenta un comportamiento promedio desde los años 2017 al 2021*(estimación) de un 4.85%.

Este 4.85% es de comportamiento similar a lo analizado en el punto 5.6.1. donde en general Under Armour y la industria estima que sus crecimientos no superan el 5% en promedio.

Cuadro 53. Crecimiento de ingresos de los competidores Inc.

% del total de ingreso	Dic -17	Dic -18	Dic -19	Dic -20	Dic -21(LTM)	Promedio
Under Armour	4,989	5,193	5,267	4,475	5,515	
Crecimiento en %		4.09%	1.42%	-15.04%	23.24%	3.43%
Nike, Inc. (*)	34,350	36,397	39,117	37,403	44,538	
Crecimiento en %		5.96%	7.47%	-4.38%	19.08%	7.03%
Adidas Group	20,477	21,916	23,640	19,844	22,451	
Crecimiento en %		7.03%	7.87%	-16.06%	13.14%	2.99%
PUMA SE	3,660	3,939	4,957	4,290	4,452	
Crecimiento en %		7.63%	25.84%	-13.45%	3.77%	5.95%

4.85%

Elaboración propia

6. PROYECCION DEL ESTADO DE RESULTADOS

6.1 Ingresos operacionales proyectados

Los ingresos operacionales proyectados para el 2Q del año 2021 y para los años siguientes 2022 al 2025 se presentan a continuación:

En el año 2021, ya se cuenta con información financiera de los tres trimestres concluidos al 30 de septiembre. Considerando lo que se observa en los últimos cuatro años (2017-2020) que es constante la participación en segmentos y por región, se tomara como base ese comportamiento que ha tenido Under Armour en los diferentes segmentos de ropa, calzado, accesorios, licencias y otros, y se asume que será similar al cierre de ese periodo con un incremento del 3% con base en el estimado por UA al principio del año y que va de 20% a 25% con relación al crecimiento observado al cierre del 3Q, tal como ha sido comunicado por UA. Esperan cerrar con 25% de crecimiento en comparación con el año 2020. Se proyecta el último trimestre, con base a esos porcentajes promedios obtenidos de los tres trimestres anteriores y se considera ese 3% de incremento en el último trimestre para ajustar de acuerdo con las proyecciones de UA.³⁷

Para el periodo de 2022 a 2025, los ingresos operacionales se basan en los siguientes supuestos:

- A. El Cuadro 54 (ver pág. 90), nos muestra la tasa de crecimiento de los ingresos por región y por segmento proyectados de acuerdo con la tendencia de la industria.
- B. Se analizó la participación por región, esperando que se expanda progresivamente la participación internacional más que la norteamericana. (Cuadro 55, ver pág. 90).
- C. Se ajustaron las tasas de crecimiento anual para realizar las proyecciones con base al comportamiento de las tasas por región para Under Armour Inc, para la industria y lo que espera en crecimiento y participación en las distintas regiones en donde se venden sus productos. (Cuadro 56, ver pág. 90).

³⁷ <https://es.fashionnetwork.com/news/La-demanda-de-ropa-deportiva-impulsa-el-crecimiento-de-las-previsiones-de-under-armour,1349458.html>

Cuadro 54. Tasas de crecimiento de los ingresos por región y por segmento de acuerdo con la industria (2021-2025)

En porcentaje	Dic -21	Dic -22	Dic -23	Dic -24	Dic -25	Promedio 21-25	Promedio 22-25
Norteamérica	↑ 18.54%	↑ 7.61%	↓ 2.47%	↓ 0.94%	↓ 0.66%	6.04%	2.92%
Ropa	→ 17.33%	↑ 7.81%	↓ 1.93%	↓ 0.63%	↓ 0.42%	5.62%	2.70%
Calzado	↑ 19.74%	↑ 7.40%	↑ 3.01%	↓ 1.24%	↓ 0.90%	6.46%	3.14%
Asia Pacífico	↓ 10.61%	↑ 4.44%	↑ 2.79%	↑ 2.76%	↑ 2.79%	4.68%	3.20%
Ropa	↑ 13.30%	↑ 4.42%	↓ 2.71%	↓ 2.73%	↓ 2.75%	5.18%	3.15%
Calzado	↓ 7.92%	↑ 4.46%	↑ 2.87%	↓ 2.79%	↑ 2.84%	4.18%	3.24%
Europa, Oriente Medio y África	↓ 9.40%	↑ 5.18%	↓ 1.54%	↓ 0.95%	↓ 1.02%	3.62%	2.17%
Ropa	↑ 10.32%	↑ 5.10%	↑ 1.43%	↓ 0.87%	↓ 0.99%	3.74%	2.10%
Calzado	↓ 8.47%	↑ 5.27%	↑ 1.65%	↓ 1.03%	↓ 1.05%	3.49%	2.25%
América Latina	↑ 23.76%	↑ 12.36%	↑ 4.02%	→ 2.62%	→ 2.63%	9.08%	5.41%
Ropa	↓ 21.02%	↑ 10.66%	↑ 3.68%	↓ 2.45%	↓ 2.49%	8.06%	4.82%
Calzado	↑ 26.50%	↑ 14.06%	↑ 4.35%	↓ 2.78%	↓ 2.77%	10.09%	5.99%
Promedio	↓ 15.58%	↑ 7.40%	↑ 2.70%	↓ 1.82%	↓ 1.78%	5.85%	3.42%

Fuente: Elaboración propia basada en los Cuadros 43-46 (industria)

Cuadro 55. Proporción de ingresos por región de Under Armour Inc. (2021-2025)

% del total de ingresos	2S-21	Dic -22	Dic -23	Dic -24	Dic -25	Promedio
Norteamérica	66.60%	63.69%	61.69%	59.84%	58.00%	61.96%
Asia Pacífico	14.23%	15.80%	16.89%	17.99%	19.12%	16.81%
Europa, Oriente Medio y África	15.54%	16.47%	17.24%	17.90%	18.54%	17.14%
América Latina	3.64%	4.00%	4.15%	4.23%	4.31%	4.07%
Connected Fitness	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Otros ingresos corporativos	-0.01%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 56. Crecimiento proyectado de los ingresos por región de Under Armour Inc. (2022-2025).

En porcentaje	Dic -21	Dic -22	Dic -23	Dic -24	Dic -25	Promedio
Norteamérica	→ 13.32%	↓ 2.39%	↓ 0.26%	↓ 0.72%	↓ 0.95%	3.53%
Crecimiento de la industria	↑ 18.54%	↑ 7.61%	→ 2.47%	↓ 0.94%	↓ 0.66%	6.04%
Tasa de variación de UA con la industria	↑ -1.21%	↓ -1.21%	↓ -1.21%	↓ -1.21%	↓ -1.21%	-1.21%
Tasa de ajuste de UA por región	↓ -4.00%	↓ -4.00%	↓ -1.00%	↓ 1.00%	↓ 1.50%	-1.30%
Asia Pacífico	↑ 18.48%	↑ 12.31%	↑ 10.66%	↑ 10.63%	↑ 10.66%	12.55%
Crecimiento de la industria	↓ 10.61%	↑ 4.44%	→ 2.79%	→ 2.76%	→ 2.79%	4.68%
Tasa de variación de UA con la industria	↑ 17.87%	↑ 17.87%	↑ 17.87%	↑ 17.87%	↑ 17.87%	17.87%
Tasa de ajuste de UA por región	↓ -10.00%	↓ -10.00%	↓ -10.00%	↓ -10.00%	↓ -10.00%	-10.00%
Europa, Oriente Medio y África	→ 16.23%	↑ 12.02%	↑ 8.37%	↑ 7.79%	↑ 7.86%	10.45%
Crecimiento de la industria	↓ 9.40%	↑ 5.18%	↓ 1.54%	↓ 0.95%	↓ 1.02%	3.62%
Tasa de variación de UA con la industria	↑ 16.83%	↑ 16.83%	↑ 16.83%	↑ 16.83%	↑ 16.83%	16.83%
Tasa de ajuste de UA por región	↓ -10.00%	↓ -10.00%	↓ -10.00%	↓ -10.00%	↓ -10.00%	-10.00%
América Latina	↑ 27.06%	↑ 15.66%	↑ 7.31%	↑ 5.91%	↑ 5.93%	12.37%
Crecimiento de la industria	↑ 23.76%	↑ 12.36%	↑ 4.02%	→ 2.62%	→ 2.63%	9.08%
Tasa de variación de UA con la industria	↓ 8.30%	↓ 8.30%	↑ 8.30%	↑ 8.30%	↑ 8.30%	8.30%
Tasa de ajuste de UA por región	↓ -5.00%	↓ -5.00%	↓ -5.00%	↓ -5.00%	↓ -5.00%	-5.00%
Promedio	↑ 0.33%	↓ -1.26%	→ 3.52%	↑ 3.83%	↑ 4.14%	8.61%

Fuente: Elaboración propia

En el Cuadro 56 se observan 3 variables por región que se tuvieron en cuenta para proyectar el porcentaje de crecimiento de los ingresos, ellos son:

- a) Crecimiento de la industria
- b) Tasa de Variación de Under Armour con la industria
- c) Tasa de ajuste de Under Armour por región.

Estas 3 variables nos dan una visión específica sobre cuánto debería ser el crecimiento en los próximos 5 años.

Después de analizarlas por región, (detallado en los siguientes párrafos), tenemos la proyección de los ingresos de la valorización para Under Armour, de la siguiente manera:

- **Crecimiento de ingresos para 2021** **0.33%**
- **Crecimiento de ingresos para 2022** **-1.26%**
- **Crecimiento de ingresos para 2023** **3.52%**
- **Crecimiento de ingresos para 2024** **3.83%**
- **Crecimiento de ingresos para 2025** **4.14%**

Detalles del análisis de crecimiento por región:

Norteamérica: basados en los planes estratégicos de Under Armour, esta región trae una tendencia a la baja, debido al enfoque de la empresa de crecer a nivel internacional, y llevar el 72% del año 2018 de participación en esta región a que represente el 62%³⁸ del total de los ingresos en el próximo lustro, por lo que se espera el porcentaje de participación en esta región continúe disminuyendo en los próximos años, obteniendo al evaluar las tres variables mencionadas en párrafos anteriores, una tasa de crecimiento para Norteamérica de 3.53%.

Asia Pacífico y EMEA: Para estas regiones, se observa la tendencia al alza para lograr obtener de ambas regiones 34% de ingresos hasta el año 2023³⁹, por lo que se espera

³⁸ <https://www.palco23.com/equipamiento/under-armour-lanza-un-plan-estrategico-para-superar-los-6000-millones-de-dolares-en-2023>

³⁹ <https://www.palco23.com/equipamiento/under-armour-lanza-un-plan-estrategico-para-superar-los-6000-millones-de-dolares-en-2023>

que alcancen entre el 16.89% y el 17,24% cada una de la participación de los ingresos. Para el año 2021, estas regiones ya aportan el 14.23% y 15.54% respectivamente. Al evaluar las mismas tres variables, se obtiene una tasa de crecimiento para las regiones de Asia Pacífico y EMEA de 12,55% y 10.45% respectivamente.

América Latina: En esta región se espera que se mantenga con una participación del 4% del total de los ingresos, por lo que al evaluar las tres variables, se obtiene una tasa de crecimiento para esta región de 12.37%.

Cuadro 57. Ingresos por región y por segmento de Under Armour, Inc. (2021-2025)

En millones de dólares	2S Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Norteamérica	1,979	3,738	3,747	3,774	3,810
Ropa	1,330	2,551	2,544	2,509	2,534
Calzado	445	783	796	813	832
Accesorios	166	311	305	360	351
Licencias	38	92	102	92	92
Asia Pacífico	423	927	1,026	1,135	1,256
Ropa	284	633	696	754	835
Calzado	95	194	218	245	274
Accesorios	35	77	84	108	116
Licencias	8	23	28	28	30
Europa, Oriente Medio y África	462	967	1,047	1,129	1,218
Ropa	310	660	711	750	810
Calzado	104	202	223	243	266
Accesorios	39	80	85	108	112
Licencias	9	24	28	28	30
América Latina	108	235	252	267	283
Ropa	73	160	171	177	188
Calzado	20	49	54	58	62
Accesorios	5	20	21	25	26
Licencias	1	6	7	7	7
Connected Fitness	-	-	-	-	-
Otros ingresos corporativos	-	2	2	2	2
Total	2,972	5,868	6,075	6,307	6,569
		5.17%	3.52%	3.83%	4.14%
				Promedio	4.16%

Fuente: Elaboración propia

El Cuadro 57 muestra la proyección de ingresos en el próximo lustro que va alineado a las investigaciones que se tienen del crecimiento de la industria, así mismo de lo analizado en el comportamiento de la empresa, dándonos como resultado en promedio un 4.16%.

Cuadro 58. Proporción de ingresos por segmento de Under Armour Inc. (2021-2025)

% del total de ingresos	2S-21	Dic -22	Dic -23	Dic -24	Dic -25	Promedio
Ropa	67.26%	68.26%	67.89%	66.47%	66.51%	67.28%
Calzado	21.24%	20.95%	21.26%	21.54%	21.85%	21.37%
Accesorios	9.12%	8.33%	8.14%	9.55%	9.21%	8.87%
Licencias	2.39%	2.46%	2.71%	2.44%	2.42%	2.48%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Fuente: Elaboración propia basada en la información obtenida del Cuadro 50 (ingresos proyectados)

6.2 Costos y gastos operacionales proyectados

Basándonos en la proporcionalidad de los costos y gastos con respecto a los ingresos que trabajamos En el Cuadro 38(ver pág. 72), los costos de ventas se han proyectado guardando la misma proporcionalidad de lo que representa en los ingresos hasta el año 2025, teniendo en cuenta la siguiente consideración:

La empresa establece que los costos de reestructuración no son constantes en el tiempo, por lo que se ha proyectado una disminución progresiva hasta finalizar el año 2025.

Cuadro 59. Costos y gastos operacionales de Under Armour Inc. (2021, 2022 al 2025)

En millones de dólares	2S-21	%	Dic -22	%	Dic -23	%	Dic -24	%	Dic -25	%
Costo de ventas	- 1,438	52.80%	- 2,788	54.04%	- 2,885.67	54.43%	- 2,996	54.61%	- 3,120	54.67%
Gastos de ventas, generales y administrativos	- 761	27.93%	- 1,498	29.04%	- 1,550.82	29.25%	- 1,610	29.35%	- 1,677	29.38%
Gastos de publicidad	- 301	11.04%	- 589	11.42%	- 609.64	11.50%	- 633	11.54%	- 659	11.55%
Depreciación y amortización	- 107	3.93%	- 184	3.56%	- 190.18	3.59%	- 197	3.60%	- 206	3.60%
Costos de reestructuración**	- 117	4.30%	- 100	1.94%	- 65.00	1.23%	- 50	0.91%	- 45	0.79%
Activos deteriorados por desuso	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%
TOTAL	- 2,724	100.00%	- 5,158	100.00%	- 5,301	100.00%	- 5,487	100.00%	- 5,707	100.00%
Crecimiento de costos por año					2.77%		3.50%		4.01%	

Fuente: Elaboración propia basada en las proyecciones

De acuerdo con lo presenta el cuadro 59, podemos observar un incremento proporcional con respecto a los ingresos, obteniendo para el 2023 un incremento de costos y gastos de 2.77%, para el 2024 de 3.50% y para el 2025 de 4.01%.

De esta manera, la proporcionalidad se mantiene constante entre lo proyectado y lo histórico tal y como muestra el Cuadro 60, de lo que representan los costos y gastos vs los ingresos.

Cuadro 60. Proporción de costos y gastos operacionales sobre los ingresos de Under Armour Inc. (2021 al 2025)

En % sobre los ingresos	2S-21	Dic -22	Dic -23	Dic -24	Dic -25
Costo de ventas	-48.40%	-47.50%	-47.50%	-47.50%	-47.50%
Gastos de ventas, generales y administrativos	-25.60%	-25.53%	-25.53%	-25.53%	-25.53%
Gastos de publicidad	-10.12%	-10.04%	-10.04%	-10.04%	-10.04%
Depreciación y amortización	-3.60%	-3.13%	-3.13%	-3.13%	-3.13%
Costos de reestructuración**	-3.94%	-1.70%	-1.07%	-0.79%	-0.69%
Activos deteriorados por desuso	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
TOTAL	-91.67%	-87.90%	-87.27%	-86.99%	-86.88%

Fuente: Elaboración propia basada en las proyecciones

6.3 Utilidad Bruta y Utilidad Operacional proyectada

Después de estas estimaciones, obtenemos la utilidad bruta con su respectiva proporcionalidad de los segmentos, y podemos ver en el Cuadro 61 que el Margen de Utilidad Bruta se mantiene entre un 49% al 53% como en su comportamiento histórico y de la industria.

Cuadro 61. Utilidad Bruta por país de Under Armour Inc. (2021, 2022 al 2025)

Utilidad Bruta	2S-21	%	Dic -22	%	Dic -23	%	Dic -24	%	Dic -25	%
Norteamérica	993	64.77%	1,962	63.69%	1,967	61.69%	1,981	59.84%	2,000	58.00%
Asia Pacífico	227	14.84%	487	15.80%	539	16.89%	596	17.99%	659	19.12%
Europa, Oriente Medio y África	216	14.13%	507	16.47%	550	17.24%	593	17.90%	639	18.54%
América Latina	58	3.79%	123	4.00%	132	4.15%	140	4.23%	148	4.31%
Connected Fitness	37	2.43%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%
Otros ingresos corporativos	1	0.04%	1	0.03%	1	0.03%	1	0.03%	1	0.03%
Total	1,532	100%	3,081	100%	3,189	100%	3,311	100%	3,448	100%
Total Margen Utilidad Bruta	49.74%		52.50%		52.50%		50.41%		52.50%	

Fuente: Elaboración propia basados en la distribución de ingresos

Una vez tenemos el margen bruto, aplicamos la estimación de los costos y gastos para el siguiente lustro obteniendo la Utilidad Operacional que se muestra en el Cuadro 62, donde se aprecia que el Margen Operacional será una constante de crecimiento hasta llegar a un 13.12% de margen para el año 2025.

Cuadro 62. Utilidad operacional con análisis vertical Under Armour Inc. (2021 al 2025)

En millones de dólares y en porcentaje	2S-21	%	Dic -22	%	Dic -23	%	Dic -24	%	Dic -25	%
Ventas	2,972	100.00%	5,868	100.00%	6,075	100.00%	6,307	100.00%	6,569	100.00%
Costo de ventas	- 1,438	-48.40%	- 2,788	-47.50%	- 2,886	-47.50%	- 2,996	-47.50%	- 3,120	-47.50%
Utilidad Bruta	1,533	51.60%	3,081	52.50%	3,189	52.50%	3,311	52.50%	3,448	52.50%
Gastos de ventas, generales y administrativos	- 761	-25.60%	- 1,498	-25.53%	- 1,551	-25.53%	- 1,610	-25.53%	- 1,677	-25.53%
Gastos de publicidad	- 301	-10.12%	- 589	-10.04%	- 610	-10.04%	- 633	-10.04%	- 659	-10.04%
Depreciación y amortización	- 107	-3.60%	- 184	-3.13%	- 190	-3.13%	- 197	-3.13%	- 206	-3.13%
Costos de reestructuración	- 124	-4.17%	- 100	-1.70%	- 65	-1.07%	- 50	-0.79%	- 45	-0.69%
Activos deteriorados por desuso	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%
Utilidad operacional	241	8.10%	710	12.10%	773	12.73%	820	13.01%	862	13.12%

Fuente: Elaboración propia basada en las proyecciones

Cuadro 63. Análisis Horizontal Estado de Resultados Under Armour Inc. (2021 al 2025)

En porcentaje		Dic -22	Dic -23	Dic -24	Dic -25
Ventas	↑	97.47% ↓	3.52% →	3.83% ↑	4.14%
Costo de ventas	↑	93.81% ↓	3.52% ↓	3.83% ↑	4.14%
Utilidad Bruta	↑	100.91% ↓	3.52% →	3.83% ↑	4.14%
Gastos de ventas, generales y administrativos	↑	96.90% ↓	3.52% ↓	3.83% ↑	4.14%
Gastos de publicidad	↑	95.83% ↓	3.52% →	3.83% ↑	4.14%
Depreciación y amortización	↑	71.67% ↓	3.52% →	3.83% ↑	4.14%
Costos de reestructuración	↓	-19.35% ↓	-35.00% ↓	0.00% ↓	-10.00%
Activos deteriorados por desuso	↓	0.00% ↓	0.00% ↓	0.00% ↓	0.00%
Utilidad operacional	↑	194.84% ↑	8.95% ↑	6.09% ↑	5.00%

Fuente: Elaboración propia basada en las proyecciones

6.4 Ingresos y Gastos no Operacionales proyectados.

Considerando que Under Armour debe continuar pagando su deuda, se estima un incremento progresivo por año del costo de la deuda.

Extracción del cuadro 27, referente a la Yield del Bono (Deuda)

	Dic-21	Dic -22	Dic -23	Dic -24	Dic -25
Yield al 30 Junio 2021 (nominal)	2.4210%	2.5310%	3.5810%	4.6210%	4.7010%
YTM al 30 de Junio (kb). (Real)	0.413%	0.521%	1.550%	2.570%	2.648%

Fuente: Elaboración propia

Para los otros ingresos netos, al ser tan incierto este comportamiento, se considerará un monto estable en el tiempo de 5MUSD.

Cuadro 64. Ingresos y gastos No operacionales

En millones de dólares	2S-21	Dic -22	Dic -23	Dic -24	Dic -25
Gastos financieros netos	- 30	- 31	- 32	- 33	- 35
Otros ingresos (gastos) netos ***	- 25	- 5	- 5	- 5	- 5
Ingresos y gastos No operacionales	- 55	- 36	- 37	- 38	- 40

Fuente: Elaboración propia

6.5 Estado de Resultados proyectados

Finalmente presentamos el estado de resultados proyectados para los próximos 5 años, para los impuestos del periodo se contempló la tasa impositiva de acuerdo con los cálculos basados en el WACC (21.04%), como lo muestra el cuadro 59.

Cuadro 65. Estado de Resultados proyectado (2021 al 2025) en millones USD y porcentaje

En millones de dólares	2S-21	%	Dic -22	%	Dic -23	%	Dic -24	%	Dic -25	%
Ventas	2,972	100.00%	5,868	100.00%	6,075	100.00%	6,307	100.00%	6,569	100.00%
Costo de ventas	- 1,438	-48.40%	- 2,788	-47.50%	- 2,886	-47.50%	- 2,996	-47.50%	- 3,120	-47.50%
Utilidad Bruta	1,533	51.60%	3,081	52.50%	3,189	52.50%	3,311	52.50%	3,448	52.50%
Gastos de ventas, generales y administrati-	761	-25.60%	1,498	-25.53%	1,551	-25.53%	1,610	-25.53%	1,677	-25.53%
Gastos de publicidad	- 301	-10.12%	- 589	-10.04%	- 610	-10.04%	- 633	-10.04%	- 659	-10.04%
Depreciación y amortización	- 107	-3.60%	- 184	-3.13%	- 190	-3.13%	- 197	-3.13%	- 206	-3.13%
Costos de reestructuración	- 124	-4.17%	- 100	-1.70%	- 65	-1.07%	- 50	-0.79%	- 45	-0.69%
Activos deteriorados por desuso	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%
Utilidad operacional	241	8.10%	710	12.10%	773	12.73%	820	13.01%	862	13.12%
Gastos financieros netos	- 30	-1.00%	- 31	-0.52%	- 32	-0.52%	- 33	-0.53%	- 35	-0.53%
Otros ingresos (gastos) netos ***	- 25	-0.84%	- 5	-0.09%	- 5	-0.08%	- 5	-0.08%	- 5	-0.08%
Ingresos Perdida en inversiones por partic	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%
Utilidad antes de impuestos	186	6.26%	674	11.49%	737	12.13%	782	12.40%	822	12.51%
Impuestos	- 39	-1.32%	- 142	-2.42%	- 155	-2.55%	- 165	-2.61%	- 173	-2.63%
Utilidad neta	147	4.94%	532	9.07%	582	9.58%	618	9.79%	649	9.88%

Fuente: Elaboración propia

Al obtener el margen neto de las proyecciones y al realizar la comparación con el período histórico analizado tanto para la empresa, tenemos que la empresa crecerá en promedio en el próximo lustro un 8.65% (2022=9.07% 2023=9.58% 2024=9.79% 2025=9.88%), esta proyección se basa en 3 escenarios comparativos que la sustentan:

- Costos de Reestructuración:** UNDER ARMOUR ha presentado 1.036Millones de dólares desde el 2017 al 2021 de costos de reestructuración, que no estarán contemplados en el futuro de acuerdo a las notas a los estados financieros que han sido publicados, estos 1.036MUSD de costos de reestructuración han impactado el margen neto en 7.41% en promedio en este lustro, incluso para el año 2020 si estos costos de reestructuración que fueron de 602MUSD no se hubiesen presentado, el margen neto hubiese sido de 13.44% y no de -12,27% como cerraron la cifras en el 2020; y para el 2021, el impacto de los 127MUSD que corresponden a los costos de reestructuración, de no haberse presentado su margen hubiese cerrado en 12,13%, por lo tanto, al tener la información de parte de la empresa que en el próximo lustro estos costos de reestructuración no serán en la cantidad alta que se ha presentado, claramente mejorará su resultado y a su vez el margen neto, llegando a ser el promedio de esta proyección.
- Margen Neto de los competidores:** Como muestra el siguiente cuadro, la media del margen neto de los competidores de la industria que marcan la mayor participación del mercado, muestran una media de 8.98%, esto va muy en

concordancia con el promedio del margen neto de la proyección para la valorización de Under Armour que es de 8.65%.

Net Margin - %

Empresa	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio antes de pandemia	Media antes de pandemia
NIKE	11,58%	12,38%	10,90%	10,30%	6,79%	11,29%	11,24%
ADIDAS	5,85%	6,38%	7,80%	8,11%	2,17%	7,04%	7,09%
PUMA	2,44%	4,06%	4,94%	5,62%	2,35%	4,27%	4,50%
VF CORP.	9,78%	8,74%	5,68%	8,84%	5,11%	8,26%	8,79%
LULULEMON	12,91%	12,94%	12,00%	14,94%	16,22%	13,20%	12,93%
COLUMBIA	8,35%	4,94%	9,99%	11,03%	4,32%	8,58%	9,17%
						8,77%	8,98%

- c. **Margen Neto de los mayores comparables de la industria con Under Armour:** De acuerdo con el siguiente cuadro, los competidores VF Corp, Lululemon Athletica Inc y Columbia Sportwear, son los que mayor se acercan a Under Armour, por segmento y Región en sus ingresos, por lo tanto, hemos comparado los márgenes netos antes de la pandemia COVID-19 (por ser un suceso fortuito), obteniendo un margen neto promedio de 10.01% de estos 3 competidores comparables semejantes a nuestra empresa valorada, lo cual no dista mucho del promedio del margen neto de la proyección de la valorización de Under Armour de 8.65%.

En porcentajes	Por Segmento			Por Región		Promedio Margen neto antes de pandemia
	Apparel	Footwear	Others	Norteamérica	Otras	
Nike, Inc.	30,00%	67,00%	3,00%	38,00%	62,00%	
Adidas Group	39,00%	56,00%	5,00%	26,00%	74,00%	
VF Corp	70,00%	10,00%	20,00%	59,00%	41,00%	8,26%
PUMA SE	30,00%	65,00%	5,00%	38,00%	62,00%	
Lululemon Athletica Inc	90,00%	0,00%	10,00%	86,00%	14,00%	13,20%
Columbia Sportswear Co.	75,00%	25,00%	0,00%	71,00%	29,00%	8,58%
Under Armour Inc	64,00%	21,00%	15,00%	66,00%	34,00%	10,01%

Como último punto, UNDER ARMOUR, históricamente ha tenido márgenes netos por encima de 8.65%.

2000	2001	2006	2007
11,43%	15,24%	9,05%	8,66%

7. PROYECCION DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

7.1 Inversión en reposición

Para la inversión en reposición no contamos con información precisa de este tipo de inversión por parte de la empresa Under Armour para los próximos cinco años (2021-2025). Hemos analizado el monto de la depreciación y la amortización que se presentó en la sección 5.5.2 análisis de las inversiones (histórico 2017-2021E), en el cual observamos que en promedio el gasto de la depreciación y amortización superan el nivel de las inversiones, por lo que se considera este supuesto, en donde la inversión en reposición es igual al gasto de depreciación y amortización. Las inversiones se realizan para mantener la capacidad de la empresa como se muestra en el cuadro 60, de acuerdo con las cifras proyectadas.

Cuadro 66. Inversiones en reposición proyectada

En millones de dólares	2S-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Ingresos operacionales	2,972	5,868	6,075	6,307	6,569
% Inversiones sobre los ingresos	3.95%	3.95%	3.95%	3.95%	3.95%
Depreciación y amortización proyectada	107	184	190	197	206
% dep. y amor. sobre inversiones	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
Proyección de compras totales	117	232	240	249	259
Total inversión por reposición	- 107	- 184	- 190	- 197	- 206

Fuente: Elaboración propia con la información de los cuadros 40 y 51.

7.2 Nuevas inversiones de capital

Las nuevas inversiones de capital (2021-2025) se han proyectado con base en el CAPEX histórico. UA en los últimos 5 años ha mantenido un CAPEX histórico con un promedio sobre los ingresos de 27.75% (2017-2019), que excluye el efecto de la pandemia (31.85%) por lo que se utiliza el supuesto de 27.75%, para obtener el CAPEX proyectado y así la variación del año corriente con el año anterior nos da el nivel de inversiones nuevas que realiza UA. Como se muestra en el cuadro 61, obtuvimos inversiones nuevas proyectadas que están entre 55MUSD y 80 MUSD para los próximos cinco años. Las inversiones nuevas son menores a las inversiones por reposición, debido a que la empresa requiere más de las inversiones de mantenimiento de la capacidad productiva.

Para alcanzar los ingresos del año 2022, Under Armour hace inversiones nuevas en el año 2021 por el monto de 80 MUSD y así continuará inversiones nuevas hasta efectuar 55MUSD en el año 2025, considerando que hay un crecimiento constante al infinito en la valoración de UA.

Cuadro 67. Inversiones nuevas proyectadas

En millones de dólares	2S-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Ingresos	5,580	5,868	6,075	6,307	6,569
PPE/Ingresos Histórico	27.75%	27.75%	27.75%	27.75%	27.75%
PPE& Intangibles proyectados	1,549	1,629	1,686	1,750	1,823
Variación	- 80	- 57	- 65	- 73	- 55
Nuevas inversiones	- 80	- 57	- 65	- 73	- 55

Fuente: Elaboración propia

7.3 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

En cuanto a la inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto, hemos utilizado 17.59% que es el promedio del RCTON histórico obtenido sin el efecto de la pandemia (2017-2019) y que se presenta en la sección 5.5.3 Capital de trabajo operativo neto. Los resultados obtenidos de la variación de CTON dan negativo para todos los años proyectados debido al crecimiento en ingresos, por lo tanto, el CTON es de inversión y no de liberación, como se presenta a continuación en el cuadro 68.

Cuadro 68. Inversiones o liberación de CTON

En millones de dólares	2S-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25
Ingresos proyectados	5,580	5,868	6,075	6,307	6,569
RCTON Proyectado	17.59%	17.59%	17.59%	17.59%	17.59%
CTON Proyectado	982	1,032	1,069	1,109	1,155
Variación CTON	- 51	- 36	- 41	- 46	- 35

Fuente: Elaboración propia

7.4 Valor terminal

Considerando que el valor terminal es una parte fundamental en la valoración de una empresa, y su definición se puede interpretar como el valor de la empresa a perpetuidad más allá del periodo que se establece, se ha manejado como supuesto en esta

valoración, un valor terminal con crecimiento constante al infinito, para ello, nos hemos basado en lo explicado de manera detallada en el libro del autor Carlos Maquieira⁴⁰ sobre determinar la tasa de retención K y la rentabilidad de los activos para obtener la tasa de crecimiento g .

La fórmula para determinar dicho valor terminal está determinada por:

$$\text{Valor Terminal con crecimiento} = \frac{FCL}{K_0 - g}$$

Dentro de los pasos de calcular g , primero obtendremos K (tasa de retención) a través de la siguiente fórmula:

$$K = \frac{(\text{Inversión} - \text{Depreciación} + \Delta \text{CTON})}{(\text{Flujo de caja bruto} - \text{Depreciación})}$$

Después obtendremos la tasa de rentabilidad de la empresa a través de la siguiente fórmula:

$$K_0^* = \frac{RON (1 - tc)}{\text{Valor libro de activos} - \text{Otros Activos}}$$

Finalmente, la multiplicación de estas dos variables, tasa de retención, y rentabilidad de activos, impactado por la caída o subida de la tasa libre de riesgo, nos daría la tasa de crecimiento.

⁴⁰ Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu Capítulo 6. Pagina 271 a 273

En nuestra valoración de Under Armour, el cálculo de g está determinado por:

Cuadro 69. Cálculo de la tasa de crecimiento g

Determinación de la inversión neta					
Año	Depreciación	Inversión	Δ CTON	Inversión neta	
2017 -	173.70	283.00	70.99	180.29	
2018 -	181.80	174.98 -	333.74	326.92	
2019 -	186.40	147.11 -	131.68	92.39	
2020 -	165.00	92.29 -	154.42	81.71	
2021 -	177.67	70.00 -	39.11 -	68.57	

Determinación de la tasa de retención					
Año	Inv. Neta	F.C.B. ant Dep	Depreciación	K	
2017	180.29 -	83.14 -	173.70	199%	
2018	326.92 -	80.26 -	181.80	322%	
2019	92.39	70.90 -	186.40	36%	
2020	81.71 -	596.33 -	165.00	-19%	
2021 -	68.57	229.09 -	177.67	-17%	
Promedio				104%	

Rentabilidad de los activos					
Año	Activos	Otros activos	Resultado		Rent Activos Ko*
			Operacional Neto desp. Impuesto		
2017	3,908.93	97.44	21.80		0.6%
2018	4,121.20	123.82 -	20.14		-0.5%
2019	4,754.70	88.30	187.73		4.0%
2020	4,957.20	72.80 -	486.31		-10.0%
2021	4,743.46	78.84	377.79		8.1%
Promedio					0.4%
Promedio sin covid					3.0%

Fuente: Elaboración propia

Rentabilidad esperada para el crecimiento futuro	2.4%
tasa de retención	104.2%
tasa de crecimiento estimada para futuro g	2.5%

Fuente: Elaboración propia

Manteniendo los supuestos que el premio por riesgo no ha variado y que la tasa libre de riesgo presentó una caída de -0.64%, obtenemos la rentabilidad esperada para el crecimiento futuro de un 2.4% (3% rentabilidad de los activos * -0.64%).

Finalmente obtenemos que la tasa de crecimiento estimada para el futuro es de un 2.5%, dicha tasa será necesaria para restarse del WACC convirtiéndose en la tasa final a descontar el FCP para obtener nuestro valor terminal.

FCL 2025	772.19
Ko	8.36%
Tasa de crecimiento g	2.5%
Valor Terminal 2025	13,206.73

7.5 Flujos de caja libre proyectados

Con base en los supuestos explicados en los puntos anteriores, obtenemos el EBI (*earnings before interest*), y de allí, sumamos la depreciación al no ser un valor líquido, posteriormente restamos la inversión por reposición, las nuevas inversiones y la inversión en CTON, estos 3 últimos por ser una salida de dinero, dándonos finalmente el Flujo de Caja libre, que será crucial para la valoración de esta empresa.

Debido a nuestro supuesto de un valor terminal con crecimiento constante al infinito, tendremos para el año 2026, nuevas inversiones y variación en CTON.

Cuadro 70. Flujo de Caja libre proyectado

En millones de dólares	2S 2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBI	241	710	773	820	862	862
+ Depreciación / amortización	107	184	190	197	206	206
- Inversión por reposición	- 107	- 184	- 190	- 197	- 206	- 206
- Nuevas inversiones	- 80	- 57	- 65	- 73	- 55	- 55
- Inversión CTON	- 51	- 36	- 41	- 46	- 35	- 35
Flujo de caja libre	110	616	668	702	772	772

Fuente: Elaboración propia

Al obtener el flujo de caja libre de las proyecciones y al realizar la comparación con el período histórico analizado tanto para la empresa, como sus competidores, tenemos que UNDER ARMOUR crecerá en promedio en el próximo lustro en 706MUSD (2022=616 2023=668 2024=702 2025=772 2026=772), esta proyección se basa en la media del Flujo de Caja libre de los competidores que mayor participación tienen en el mercado;

dicha Media, arroja 767,20MUSD el cual no está alejando de los 706MUSD que presenta la valorización de este proyecto.

Free Cash Flow

Empresa	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio antes de pandemia.	Media FCL antes de pandemia
NIKE	2.256,00	2.741,00	3.927,00	4.784,00	1.399,00	3.427,00	3.334,00
ADIDAS	760,26	1.034,02	2.342,32	2.253,15	1.042,16	1.597,44	1.643,59
PUMA	61,53	119,90	163,87	325,94	269,16	167,81	141,89
VF CORP.	1.260,50	1.239,93	- 316,89	1.357,38	466,61	885,23	1.250,22
LULULEMON	154,05	236,88	331,47	516,97	386,27	309,84	284,18
COLUMBIA	225,18	287,78	223,95	161,94	247,32	224,71	224,57
						968,97	284,18
						1.102,01	767,20

Cabe anotar, que el flujo de caja libre viene derivado del EBIT que ya fue explicado en los puntos anteriores.

8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

8.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Una vez, obtenidos los Flujos de Caja Libre, adicionamos en el período 2025, el Valor Terminal y descontamos a valor presente cada uno de los flujos a la tasa de WACC considerada en el acápite 4.7 de esta valoración, siendo para Under Armour 8.36%, obteniendo de esta manera el Valor Presente total de los flujos de caja, es decir, el valor de las proyecciones al periodo actual de la valoración ver cuadro siguiente:

Cuadro 71. Flujo de caja proyectado a Valor Presente

En millones de dólares	2S 2021	2022	2023	2024	2025	2026
Flujo de caja proyectado	110	616	668	702	772	772
Valor terminal 2025					13,207	
Total Flujo de caja proyectado	110	616	668	702	13,979	772
Valor presente FCL (WACC 8.36%)	106	546	546	530	9,742	497
VP Total	11,967					

Fuente: Elaboración propia

8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Considerando que el CTON que tenemos proyectado implica una inversión de 981,52MUSD, y el CTON real que se tiene al primer semestre del 2021 es de 508,29MUSD, se ha considerado en esta valorización un déficit de CTON de 473.23MUSD siendo esta la diferencia para alcanzar los 981,52MUSD necesarios.

Cuadro 72 Exceso o déficit de CTON

En millones de dólares	
CTON real al 30/junio/2021	508
CTON Proyectado al 31/dic./2021	982
Déficit de CTON	-473

Fuente: Elaboración propia

8.3 Activos prescindibles y otros activos

De acuerdo con la sección 5.5.1 Activos operacionales y no operacionales y lo presentado en el cuadro 37, UA no posee activos que puedan ser considerados como

prescindibles. Debido a este análisis no se observa impacto en la valoración por este concepto.

Under Armour para el cierre del año 2021, presenta en su balance general en el año 2021, 664MUSD como *Godwill*, para esta valorización, dicha plusvalía no se consideró como un activo prescindible para la venta, ya que incrementa su patrimonio económico dejando a la acción con un valor de 14% por encima de su precio SPOT, es decir, deja a la acción en una sobrevaloración. Esta valoración, presenta unas proyecciones que ubican a Under Armour en el cumplimiento del margen aceptable de la acción, por lo que consideramos que, con las proyecciones establecidas, no se tendrá en cuenta la plusvalía como valor prescindible para la venta.

Simulación de la venta de la plusvalía:

Al 30 de junio de 2021	
Valor presente FCL (en MUSD)	11.967
Exceso (déficit) CTON (en MUSD)	- 473
Activos prescindibles	611
Valor total de activos (en MUSD)	12.105
Deuda financiera (en MUSD)	805
Patrimonio económico (en MUSD)	11.300
Número de acciones	468
Precio acción estimado en la moneda que transa en la Bols	24,13
Precio acción real en la moneda que transa en la Bolsa	21,15
Diferencia de precios (en %)	14,11%

8.4. Valorización económica de la empresa

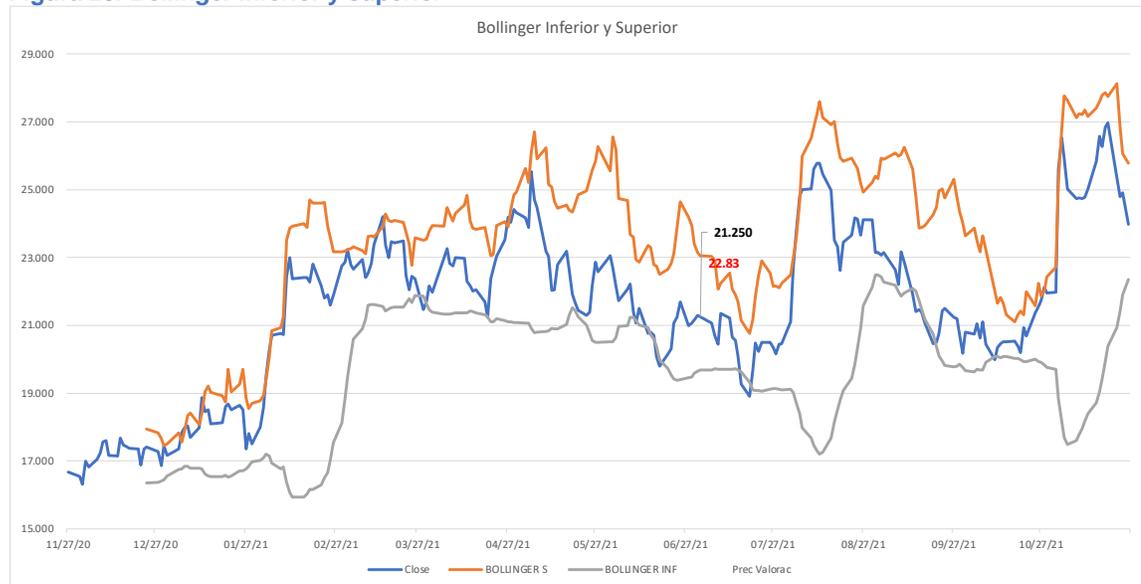
Uniando todos los puntos realizados anteriormente, como un rompecabezas usamos los datos requeridos para valorizar el precio de la acción de la empresa, obteniendo una variación de precios de un 7.94% con respecto al precio de cierre del 30 de junio del 2021.

Cuadro 73. Valoración económica

Al 30 de junio de 2021	
Valor presente FCL (en MUSD)	11,967
Exceso (déficit) CTON (en MUSD)	- 473
Activos prescindibles y otros activos	-
Valor total de activos (en MUSD)	11,494
Deuda financiera (en MUSD)	805
Patrimonio económico (en MUSD)	10,689
Número de acciones	468
Precio acción estimado en la moneda que transa en la Bols	22.83
Precio acción real en la moneda que transa en la Bolsa	21.15
Diferencia de precios (en %)	7.94%

Fuente: Elaboración propia

Figura 28. *Bollinger inferior y superior*



Podemos observar que el precio de \$22,83 por acción se encuentra dentro de los márgenes de BOLLINGER e incluso el precio cierra en \$22,70 en agosto 3 de 2021 y en \$22.87 el 10 de septiembre de 2021.

8.5. Análisis de sensibilidad

8.5.1 Con base en el crecimiento de Ingresos

Cada supuesto planteado en este ejercicio puede ser debatible y eso es totalmente posible, por lo que realizar un análisis de sensibilidad, evaluando cada posible suceso, es necesario para buscar esos márgenes de movilidad del precio de la acción.

Es así como, y teniendo estos criterios, hemos considerado sensibilizar el precio con el supuesto de modificar el crecimiento de los ingresos en 2 puntos por encima y dos por debajo de los 5.17% que es el porcentaje de crecimiento inicial para el año 2022; esta misma proporción de variación (2% por encima y 2% por debajo) se le aplico al WACC para analizar la sensibilización en el precio.

Cuadro 74. Análisis de sensibilidad con base en Ingresos

WACC / Incremento de Ingresos	Incremento de Ingresos								
	-0,8%	1,2%	3,2%	5,2%	7,2%	9,2%	11,2%	13,2%	15,2%
22,83									
2,4%	29,09	29,34	29,58	29,83	30,08	30,33	30,58	30,83	31,08
4,4%	26,56	26,79	27,02	27,25	27,49	27,72	27,95	28,18	28,42
6,4%	24,27	24,49	24,71	24,93	25,14	25,36	25,58	25,80	26,02
8,4%	22,21	22,42	22,62	22,83	23,03	23,23	23,44	23,64	23,85
10,4%	20,35	20,54	20,73	20,93	21,12	21,31	21,50	21,69	21,88
12,4%	18,66	18,84	19,02	19,20	19,38	19,56	19,74	19,92	20,10
14,4%	17,13	17,30	17,47	17,64	17,81	17,98	18,15	18,31	18,48
16,4%	15,73	15,89	16,05	16,21	16,37	16,53	16,69	16,85	17,01
18,4%	14,46	14,61	14,76	14,91	15,06	15,21	15,37	15,52	15,67

De acuerdo con la sensibilización del crecimiento en los ingresos, obtenemos que su mayor aproximación es cuando el crecimiento es de 7.2% a 9.2% y un WACC de 10.4%, concluyendo que a mayor WACC y mayor crecimiento de ingresos el precio disminuye con respecto a la valoración realizada.

8.5.2 Con base en el crecimiento g.

También se sensibilizó el WACC y Crecimiento g, en 0.5 puntos por encima y 0.5 por debajo de los 2.51% que es el porcentaje de crecimiento inicial para el año 2022; esta misma proporción de variación (0.5% por encima y 0.5% por debajo) se le aplicó al WACC para analizar la sensibilización en el precio.

Cuadro 75. Análisis de sensibilidad con base en el crecimiento de g

WACC/Crecimiento g	Crecimiento g								
	0,51%	1,01%	1,51%	2,01%	2,51%	3,01%	3,51%	4,01%	
22,84									
6,36%	22,83	24,67	26,88	29,61	33,04	37,50	43,52	52,10	
6,86%	21,28	22,83	24,67	26,88	29,61	33,04	37,50	43,52	
7,36%	19,96	21,28	22,83	24,67	26,88	29,61	33,04	37,50	
7,86%	18,82	19,96	21,28	22,83	24,67	26,88	29,61	33,04	
8,36%	17,82	18,82	19,96	21,28	22,83	24,67	26,88	29,61	
8,86%	16,94	17,82	18,82	19,96	21,28	22,83	24,67	26,88	
9,36%	16,17	16,94	17,82	18,82	19,96	21,28	22,83	24,67	
9,86%	15,47	16,17	16,94	17,82	18,82	19,96	21,28	22,83	
10,36%	14,85	15,47	16,17	16,94	17,82	18,82	19,96	21,28	

Fuente: Elaboración propia

Obtuvimos que a mayor tasa de crecimiento constante al infinito g y mayor WACC se aproxima al precio SPOT de la acción, y viceversa.

CONCLUSIONES

Under Armour es una empresa creada en 1996, por un visionario exjugador de fútbol americano, que considerando que las prendas deportivas debían ser cómodas, funcionales y de un material que fuera versátil a la hora de hacer deporte, nace de esta manera. Es una empresa que desde sus inicios ha crecido vertiginosamente teniendo actualmente el 2% del mercado global en ropa y zapatos deportivos.

En este documento reposa la valoración por Flujo de Caja Descontado con el fin de determinar si el mercado esta subvalorado o sobrevalorado para Under Armour, al corte de junio 30 de 2021.

Por el método de FLUJO DE CADA DESCONTADO, obtuvimos un precio de USD 22,83, que representa una variación de 8% con respecto a su precio intrínseco que era de USD 21,15 para el corte de junio 30 2021, este precio es muy razonable manteniendo los supuestos considerados por estas valoradoras y el costo promedio ponderado de capital, igualmente.

Finalmente, concluimos que para la valoración de la empresa Under Armour, el valor de la acción para la empresa, esta efectivamente dado por los flujos actuales de la compañía, así como también por los flujos futuros, y su comportamiento con respecto a las empresas pares del mercado; por lo que Under Armour presenta un valor acorde a lo que dicta el mercado, dando soporte firme a las premisas planteadas en este documento como evidencia de facto de la correcta aplicación del método a valorar.

BIBLIOGRAFIA

- Estados Financieros de la compañía para los años 2017 – al primer semestre del 2021.
- Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: *cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- León Garcia O, (2009), *Valoración de empresas, Gerencia de Valor y EVA*. Editorial Digital Express LTDA.
- Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Maquieira, Carlos P. (marzo 2008) *Finanzas Corporativas Teoría y Práctica*. Editoral Andres Bello.
- Aswath Damodaran. (2002), Second Edition Investment Valuation: *Tools and Techniques for Determining the value of Any Asset*
- Under Armour, Pagina web reportes financieros
<https://about.underarmour.com/investor-relations/annualreport>
- Statista (2021). Analisis de bienes de consumo, Ropa y zapatos,
<https://www.statista.com/statistics/259174/net-sales-of-under-armour-worldwide>.
- Euromonitor Passport International. (2021), World Market Apparel and Footwear,
<https://www.portal.euromonitor.com/portal/analysis/related>
- Amihud, Y., Hameed, A., Kang, W., & Zhang, H. (2015). The illiquidity premium: *International evidence. Journal of Financial Economics*.
- Duff and Phelps, (2021). Valuation insights, *Valuation insights for first quarter 2021*
<https://www.duffandphelps.com/insights/publications/valuation-insights/valuation-insights-first-quarter-2021/duff-and-phelps-recommended-us-equity-risk>
- Revista Digital datosmacro.com (2021), Artículo IPC en USA,
<https://datosmacro.expansion.com/ipc>
- Catalonia Trade & Investment Miami, (2018), Estudio de mercado: *El sector de la moda en Estados Unidos*; https://www.intertex-sudoe.eu/wp-content/uploads/2017/02/Informe_Estudio-moda-USA_INTERTEX.pdf
- Revista Digital Fashion Week (2021), Reuters, La demanda de ropa deportiva impulsa el crecimiento de las previsiones de Under Armour,
<https://es.fashionnetwork.com/news/La-demanda-de-ropa-deportiva-impulsa-el-crecimiento-de-las-previsiones-de-under-armour,1349458.html>

Valoración de Empresa para optar al grado de Magíster en Finanzas
Under Armour Inc.



Revista Digital palco 23 (2018), *Under Armour lanza un plan estratégico para superar los 6000 millones de dólares en 2023*

<https://www.palco23.com/equipamiento/under-armour-lanza-un-plan-estrategico-para-superar-los-6000-millones-de-dolares-en-2023>

ANEXOS

ANEXO 1. Bonos del tesoro USA del 2019/2021

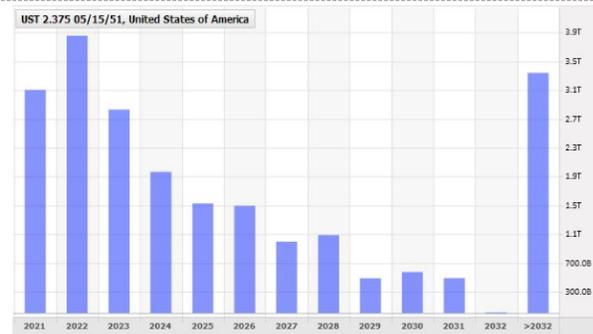
GOVT / UST 2.375 05/15/51/ UNITED STATES TREASURY

Yield to Maturity: 2.090
Coupon: Fixed:Plain Vanilla Fixed Coupon
Factsheet Date: Wednesday, 6 de October de 2021

ISSUE DESCRIPTION

Domicile of Issuer	US (United States)
Market of Issue	United States
Ultimate Parent Issuer	UNITED STATES TREASURY
S&P Industry	Finance - Finance
Program Type	--
Seniority	UN
Private Placement	No
Ownership Type	Book Entry
Warrants	No
ECB Indicator	Not ECB Eligible
Debt Type	Bond
Clearing House	Federal Reserve Banks

PARENT ISSUANCE TABLE



PRINCIPAL COUPON INFORMATION

Maturity Date	Monday, 15 de May de 2051 @ -16,777,216*00
Coupon Currency	USD
Amount Outstanding	95,480,586,900 USD
Coupon Type / Frequency	Fixed:Plain Vanilla Fixed Coupon/Semiannually
Current Coupon	2.375
Dated/ First / Last Coupon	Saturday, 15 de May de 2021/Monday, 15 de November de 2021/ Tuesday, 15 de November de 2050
Asset Status	Re-Opening
Option	--

ISSUE DETAILS

Issue Date/Price/Yield	Monday, 17 de May de 2021/99.5737/ 2.395
Issue Spread	0.00 (USD)
CUSIP/ISIN	912810SX7/US912810SX72
Modified Duration	21.30
Final Redemption Value	100*00
Minimum Denomination	100.00
Denomination Increment	100.00 (USD)
Private Placement	No

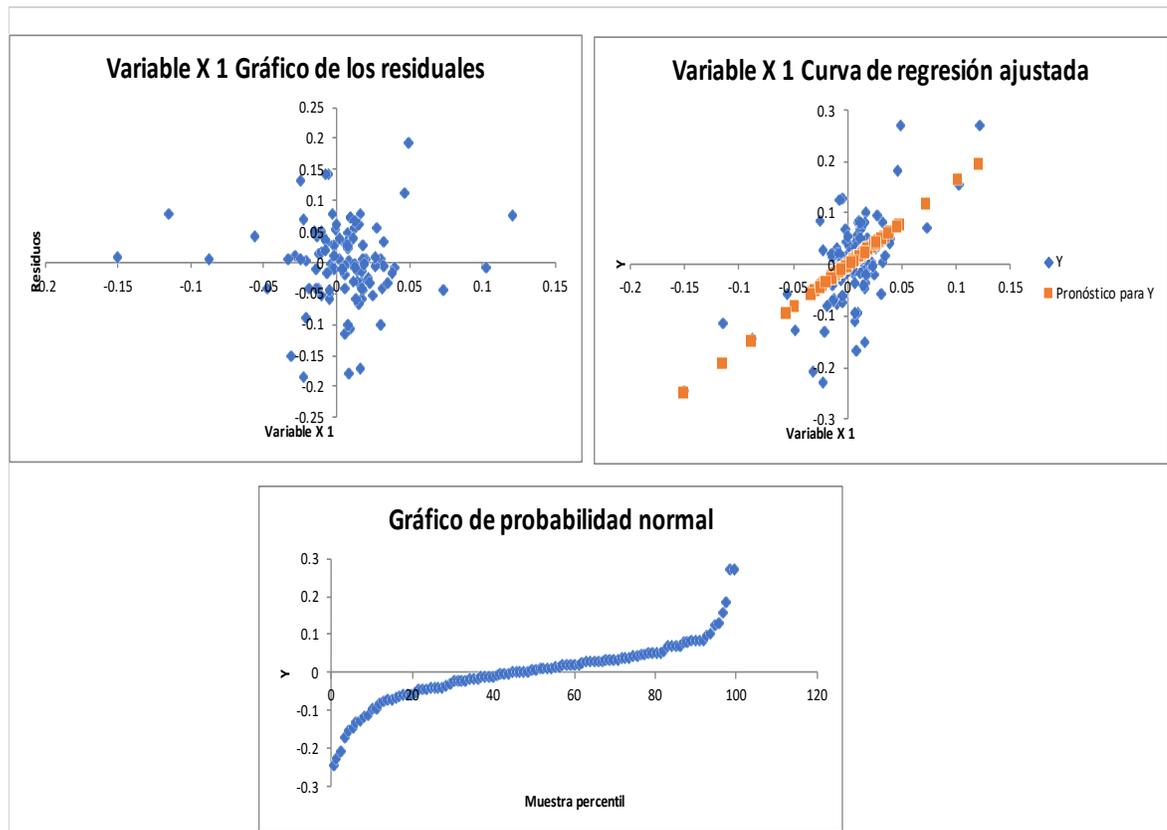
ANEXO 2. Detalle de la regresión lineal de la beta y sus gráficos

<i>Estadísticas de la regresión</i>		Beta Financiero	1.6420
Coefficiente de correlación múltiple	0.646225391		
Coefficiente de determinación R ²	0.417607256	Covarianza	0.0018
R ² ajustado	0.411897523	Varianza Índice	0.0011
Error típico	0.063955185	Beta Financiero	1.6420
Observaciones	104		

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0.299160167	0.299160167	73.13954458	1.27809E-13
Residuos	102	0.417207096	0.004090266		
Total	103	0.716367263			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	P-Value	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-0.005236229	0.006321983	-0.828257481	0.409458511	-0.017775852	0.007303393
Variable X 1	1.64197729	0.191995487	8.552166076	1.27809E-13	1.261155152	2.022799428

0.00% Significancia



Anexo 3, Detalle de Costos de reestructuración del Cuadro 31

<i>(In thousands)</i>	Restructuring and related impairment charges recorded	Estimated restructuring and related Impairment charges (1)	
	Year ended December 31, 2020 (A)	Remaining to be incurred (B)	Total (A+B)
Costs recorded in cost of goods sold:			
Contract-based royalties	\$ 11,608	—	11,608
Inventory write-offs	768	3,400	4,168
Total costs recorded in cost of goods sold	12,376	3,400	15,776
Costs recorded in restructuring and impairment charges:			
Property and equipment impairment	29,280	8,098	37,378
Intangible asset impairment	4,351	—	4,351
Right-of-use asset impairment	293,495	—	293,495
Employee related costs	28,579	1,421	30,000
Contract exit costs (2)	79,008	89,992	169,000
Other asset write off	13,074	15,926	29,000
Other restructuring costs	12,564	8,436	21,000
Total costs recorded in restructuring and related impairment charges	460,351	123,873	584,224
Total restructuring and impairment charges	\$ 472,727	\$ 127,273	\$ 600,000

Tomado del informe anual de los estados financieros de Under Armour

Anexo 4, Métricas y ratios

Annual Standardised in Millions of U.S. Dollars

	Industry Median	2020	2019	2018	2017
Earnings Quality Score	88	86	89	83	23
Retail					
Same Store Sales	5.05%	-	-	-	-
# Stores	480	439.	388.	319.	295.
Merchandise Margins	55.7%	48.3%	46.9%	45.1%	45.1%
Profitability					
Gross Margin	54.7%	48.3%	46.9%	45.1%	45.1%
EBITDA Margin	10.2%	3.6%	8.8%	6.5%	6.5%
Operating Margin	5.9%	(9.7%)	4.5%	(0.5%)	0.6%
Pretax Margin	1.7%	(11.0%)	4.0%	(1.3%)	(0.2%)
Effective Tax Rate	18.5%	-	33.4%	-	-
Net Margin	1.1%	(12.4%)	2.7%	(0.9%)	(0.2%)
DuPont/Earning Power					
Asset Turnover	0.84	0.91	1.16	1.26	1.30
x Pretax Margin	1.7%	(11.0%)	4.0%	(1.3%)	(0.2%)
Pretax ROA	0.7%	(10.0%)	4.6%	(1.6%)	(0.3%)
x Leverage (Assets/Equity)	2.69	3.00	2.25	2.10	1.98
Pretax ROE	1.4%	(25.7%)	10.1%	(3.4%)	(0.5%)
x Tax Complement	0.80	-	0.44	-	-
ROE	(0.2%)	(29.4%)	4.4%	(2.2%)	(0.5%)
x Earnings Retention	1.00	-	1.00	-	-
Reinvestment Rate	(3.8%)	(29.4%)	4.4%	(2.2%)	(0.5%)
Liquidity					
Quick Ratio	1.70	1.65	1.27	1.20	1.11
Current Ratio	2.39	2.28	1.90	1.97	2.20
Times Interest Earned	5.0	0.0	12.1	4.7	4.4
Cash Cycle (Days)	109.4	97.5	95.2	112.2	119.1
Leverage					
Assets/Equity	2.69	3.00	2.25	2.10	1.98
Debt/Equity	0.61	0.60	0.28	0.36	0.45
% LT Debt to Total Capital	20.4%	37.5%	21.6%	25.6%	26.1%
(Total Debt - Cash) / EBITDA	0.25	-	-	1.14	1.80
Operating					
A/R Turnover	8.8	7.2	7.7	8.2	8.1
Avg. A/R Days	41.4	50.6	47.3	44.5	45.2
Inv Turnover	2.4	2.6	2.9	2.6	2.6
Avg. Inventory Days	151.3	141.4	125.1	139.7	138.8
Avg. A/P Days	70.6	94.4	77.2	72.0	64.9
Fixed Asset Turnover	3.74	3.47	4.76	6.06	5.90
WC / Sales Growth	6.3%	10.2%	(0.3%)	(1.0%)	1.8%
Bad Debt Allowance (% of A/R)	6.6%	3.9%	2.1%	3.4%	3.2%
ROIC	-	(15.8%)	4.4%	(1.6%)	(0.3%)
Revenue per Employee (\$)	-	\$639,238.1	\$752,447.4	\$747,220.9	\$744,663.3

Fuente: <https://amers1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp?s=UAA&st=RIC&app=true>