



## **“VALORACIÓN DE ADIDAS GROUP”**

**Trabajo de Investigación presentado  
para optar al Grado Académico de  
Magíster en Finanzas con Especialización en Gestión de Portafolios de Inversión**

**Presentado por**

**Sr. Carsten Göbel**

**Asesor: Profesor Alfredo Aguilar Córdova**

**2015**

## Resumen ejecutivo

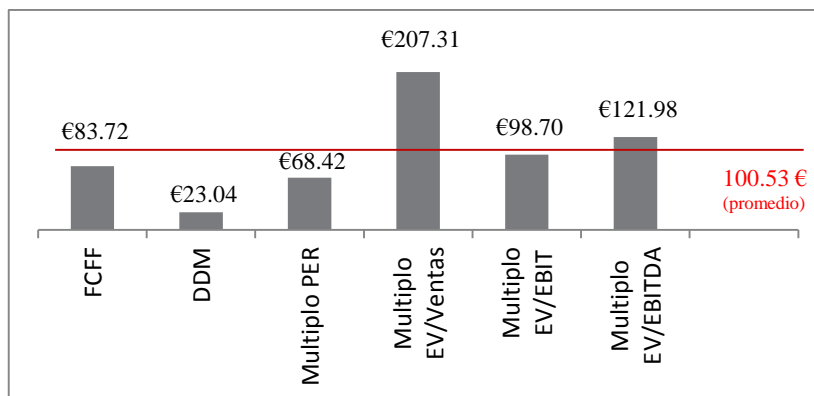
En este trabajo se realiza la valoración del Grupo Adidas (en adelante: Adidas o la empresa), empresa líder en producción y venta de productos deportivos, utilizando diversos modelos de valoración. Se considera el análisis de los factores macroeconómicos, la industria y competencia, la situación financiera y la estrategia de la empresa. Asimismo, se describen las expectativas de crecimiento y los supuestos en la aplicación de los métodos de valoración para llegar a un valor por acción de la empresa.

Se realizaron valorizaciones a través de los siguientes métodos: descuento de los flujos de caja libre (FCFF), descuento de los dividendos y valoración por múltiplos (PER, EV/Ventas, EV/EBIT, EV/EBITDA). Los resultados de los métodos de valoración mencionados se presentan en el gráfico 1.

El valor por acción es de EUR 83,72, monto obtenido por el modelo de descuento de los flujos de caja libre a la empresa; se considera el valor apropiado en el momento de la valoración. El precio de la acción de Adidas, al 25 de octubre, es de EUR 81,41, ligeramente más bajo que el valor calculado por el modelo principal de valoración (EUR 83,72). El buen gobierno corporativo, la fortaleza financiera de la empresa, el valor de la marca y el alineamiento de la estrategia para lograr las metas propuestas avalan que el modelo de negocio de la empresa puede generar valor a los accionistas en el futuro.

La recomendación para inversionistas en la acción de Adidas es “*buy/hold*” (comprar/mantener).

**Gráfico 1. Resultados de los métodos de valoración**



Fuente: Elaboración propia 2015.

## Índice

Índice de tablas.....	v
Índice de gráficos.....	vi
Índice de anexos.....	vii
<b>Capítulo I. Descripción del negocio .....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo II. Análisis del macroambiente .....</b>	<b>2</b>
<b>Capítulo III. Descripción y análisis de la industria.....</b>	<b>3</b>
1. Análisis de Porter.....	3
<b>Capítulo IV. Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales .....</b>	<b>5</b>
1. Posicionamiento competitivo.....	5
1.1.Estrategia .....	5
1.2.Líneas de negocio, mercados geográficos, marcas y productos.....	5
2. Factores organizativos y sociales.....	7
<b>Capítulo V. Análisis financiero y características de la inversión.....</b>	<b>9</b>
1. Análisis financiero de la empresa .....	9
2. Características de la inversión en la empresa.....	10
<b>Capítulo VI. Valoración .....</b>	<b>11</b>
1. Supuestos de proyecciones .....	11
2. Costo de capital.....	12
3. Justificación de uso de los métodos .....	13
4. Métodos de valoración (cálculos) .....	14
<b>Capítulo VII. Análisis de riesgos.....</b>	<b>16</b>
1. Análisis de sensibilidad.....	16
2. Análisis de escenarios .....	16
3. Riesgos no considerados en la valoración.....	16

<b>Capítulo VIII. Resumen de inversión.....</b>	<b>18</b>
1. Resultados.....	18
<b>Bibliografía .....</b>	<b>19</b>
<b>Anexos .....</b>	<b>21</b>

## Índice de tablas

Tabla 1. Desarrollo de los precios de las acciones de Adidas, de Nike y del Índice MSCI World Textiles (EUR) .....	3
--	---

## Índice de gráficos

Gráfico 1. Resultados de los métodos de valoración .....	ii
Gráfico 2. Análisis de los cinco fuerzas de Porter .....	4

## Índice de anexos

Anexo 1. Estructura accionarial .....	22
Anexo 2. Precio de la acción a 5 años (EUR) .....	22
Anexo 3. Ventas en el primer semestre 2015.....	22
Anexo 4. Ventas reportadas en los últimos cuatro trimestres (en millones de EUR) .....	23
Anexo 5. Análisis de los cinco fuerzas de Porter .....	23
Anexo 6. Tasas de crecimiento compuesto anual 2010-2014 .....	23
Anexo 7. Ventas por líneas de negocio 2010-2014 (millones de EUR).....	24
Anexo 8. Ingresos por mercados geográficos 2010-2014 (millones de EUR).....	24
Anexo 9. Ratios financieros Adidas.....	24
Anexo 10. Balance consolidado.....	25
Anexo 11. Cuenta de resultados.....	26
Anexo 12. Estado de flujos de efectivo consolidado .....	27
Anexo 13. Ratios financieros Nike .....	28
Anexo 14. Ingresos por regiones y productos.....	29
Anexo 15. Expectativas de crecimiento de los ingresos .....	30
Anexo 16. Supuestos para proyecciones.....	31
Anexo 17. Cálculo de flujos y dividendos 2010-2014.....	33
Anexo 18. Proyección de flujos y dividendos 2015-2020 .....	34
Anexo 19. Cálculo del promedio ponderado por nominal de los bonos emitidos.....	34
Anexo 20. Cálculo del valor presente de arrendamientos operacionales.....	35
Anexo 21. Cálculo del valor de mercado de la deuda.....	35
Anexo 22. Cálculos costo de capital (r) y WACC .....	35
Anexo 23. Método de descuento de flujos de caja libre a la empresa (FCFF).....	35
Anexo 24. Método de descuento de dividendos (DDM).....	36
Anexo 25. Método de múltiplos.....	36
Anexo 26. Análisis de sensibilidad .....	37
Anexo 27. Análisis de escenarios.....	37

## Capítulo I. Descripción del negocio

Adidas fue fundada en 1948 por Adolf “Adi” Dassler. Con el paso del tiempo, se transformó en una de las empresas de artículos de deportes más importantes del mundo. Está establecida en Herzogenaurach, Alemania, y cuenta con 53.731 empleados en más de 160 países. Adidas produce más de 660 millones de productos cada año, que generan ventas anuales de alrededor de EUR 14,5 mil millones. Las principales marcas del grupo son Adidas, Reebok, TaylorMade-adidas Golf y Reebok-CCM Hockey (el segmento de la marca Rockport, productora de zapatos de cuero, fue vendido a inicios del año 2015). Desde el año 1950, Adidas se especializó en la producción de productos innovadores para futbolistas. Hasta el día de hoy, Adidas es proveedor principal para los grandes torneos del fútbol y otros eventos deportivos. Los grandes eventos deportivos son hitos para la presentación de los productos para los principales competidores Adidas y Nike. Los clientes de Adidas buscan productos deportivos premium, principalmente zapatos deportivos y ropa deportiva. Adidas es una de las empresas que compone el índice “DAX” que contiene las 30 empresas alemanas más grandes, según la Bolsa de Valores de Frankfurt. Además, Adidas se encuentra en la lista de Forbes de las marcas más valiosas. La mayoría de accionistas de Adidas son inversores institucionales (ver anexo 1).

El precio de la acción de Adidas sufrió una fuerte caída el 1 de agosto del 2014 (ver anexo 2), el día después de una corrección de las expectativas de ganancias (Adidas s.f.a). La desaceleración de las ventas fue causada por la crisis en Rusia y por pérdidas de TaylorMade-adidas Golf<sup>1</sup>. Como consecuencia, la empresa anunció varios cambios estratégicos para revertir esta situación.

---

<sup>1</sup> TaylorMade-adidas Golf incluye las marcas TaylorMade, adidas Golf, Adams Golf y Ashworth.



## Capítulo II. Análisis del macroambiente

Según Adidas, la industria crece en función a las siguientes variables: gasto en consumo, confianza del consumidor y cambios en el ámbito regulatorio, entre otros (Adidas Group 2015a).

Adidas divide sus actividades operativas en los siguientes mercados geográficos y segmentos: Europa occidental, América del Norte, Gran China, Rusia/CEI (Comunidad de Estados Independientes), América Latina, Japón, MEAA (Oriente Medio, África y otros mercados asiáticos) y otros (TaylorMade-adidas Golf, Reebok-CCM Hockey) (Adidas Group 2015b).

En el primer semestre del 2015, más del 80% de las ventas de la empresa se generaron en Europa occidental, América del Norte, MEAA, Gran China y América Latina (ver anexo 3).

El mercado de Europa occidental, el cual se puede considerar como el mercado doméstico, tiene proyecciones de un crecimiento moderado del PBI en los próximos cinco años (entre 1,85% y 1,95% anual)<sup>2</sup>. En los años anteriores, el PBI de la zona Euro creció a niveles menores. Se estima que el mercado norteamericano y canadiense se desacelere. Por otro lado, en el mercado mexicano se espera un crecimiento moderado en los próximos años.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta la desaceleración del crecimiento del PBI del mercado chino (manteniendo tasas de crecimiento de entre 6% y 6,8%), aceleración de crecimiento del PBI para los países del medio este y norteafricanos, y un crecimiento estable para los países asiáticos (excluyendo a China), mientras que para el mercado latinoamericano se estima un crecimiento moderado. Para el mercado ruso, el FMI proyecta un crecimiento negativo en 2016 y una recuperación moderada en los años siguientes.

---

<sup>2</sup> Proyecciones del PBI (a precios constantes) a cinco años del Fondo Monetario Internacional para la Unión Europea.

### Capítulo III. Descripción y análisis de la industria

La industria de fabricantes de artículos y textiles deportivos es dominada por dos empresas: Adidas y Nike (ver anexo 4). Las dos empresas ofrecen productos muy similares, generando la mayoría de sus ingresos por ventas de zapatos deportivos y ropa deportiva. Ambas empresas buscan ofrecer productos innovadores considerados “premium” y “de moda”. Adidas genera el 46% de sus ingresos por la venta de calzado y 43% de sus ingresos por la venta de ropa deportiva (Adidas Group 2015a). Nike genera el 60% de sus ingresos por la venta de calzado y 28% de sus ingresos por la venta de ropa deportiva (Bloomberg 2015). Nike domina el mercado norteamericano, donde genera 46% de sus ingresos.

Se trata de una industria atractiva que ha crecido más rápido que el PBI a nivel mundial en los últimos años (ver tabla 1). En los últimos cinco años, el precio de la acción de Adidas aumentó más de 70%, a pesar de la caída de casi EUR 11 el 1 de agosto del 2014 (ver anexo 1 y tabla 1). Nike logró aumentar su cuota de mercado de manera significativa; el precio de su acción subió en 218% (ver tabla 1).

**Tabla 1. Desarrollo de los precios de los acciones de Adidas, de Nike y del Índice MSCI World Textiles (EUR)**

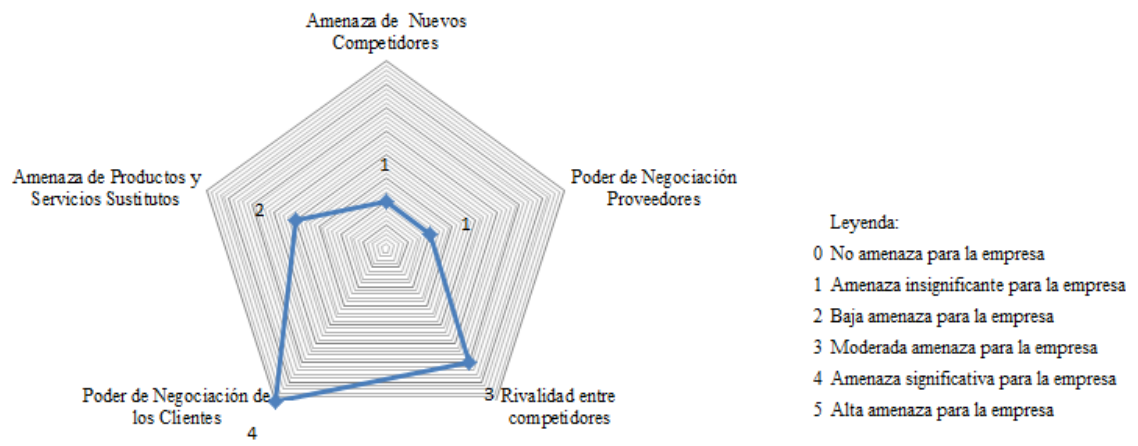
	25.10.2010	23.10.2015	Cambio porcentual
<b>Adidas</b>	47.77	81.41	70.44%
<b>Nike</b>	41,03	130.53	218.17%
<b>MSCI World Textiles</b>	274.68	467.84	70.32%

Fuente: Adidas - <http://www.adidas-group.com/en/investors/share/share-price/>

#### 1. Análisis de Porter

Las variables críticas son la rivalidad entre los competidores y el poder de negociación de los clientes (ver gráfico 2). Por esta razón es crucial para los competidores satisfacer las necesidades de los clientes, con productos innovadores de calidad superior, servicio al cliente y al mismo tiempo elevar el valor de la marca con una estrategia de marketing, con el fin de ganar una cuota de mercado más elevada (ver anexo 5).

**Gráfico 2. Análisis de los cinco fuerzas de Porter**



Fuente: Elaboración propia 2015 (ver anexo 2).

## **Capítulo IV. Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales**

### **1. Posicionamiento competitivo**

#### **1.1.Estrategia**

El grupo Adidas aspira a ser el líder de la industria de artículos deportivos (Adidas Group s.f.b). Para alcanzar este reto, la empresa quiere ofrecer una gama sumamente amplia de productos, invertir en los mercados y canales de distribución con el mayor potencial, crear una cadena de suministro flexible, promover excelencia en liderazgo e innovación, desarrollar una cultura corporativa apasionada basada en la tradición deportiva, fomentar la sostenibilidad social y ecológica de la empresa y crear valor a largo plazo para los accionistas.

En marzo del 2015, el grupo Adidas presentó la estrategia 2020 “Creating the new” (Adidas Group s.f.c). Para aumentar la deseabilidad de la marca y fomentar el crecimiento. El plan se enfoca en los siguientes pilares:

- Rapidez: Reducción de los plazos de producción; eCommerce y distribución “Omni-Channel”; personalización de productos.
- Ciudades: Enfoque en las ciudades grandes (que generan 80% del PBI global); incrementar las inversiones en personalidades emblemáticas, visibilidad y marketing en las ciudades de Los Ángeles, Nueva York, Londres, Paris, Shanghái y Tokio.
- *Open-Source*: Participación de consumidores, deportistas, distribuidores y asociados en el desarrollo de productos.

#### **1.2.Líneas de negocio, mercados geográficos, marcas y productos**

##### **1.2.1. Líneas de negocio**

Las líneas de negocio de Adidas son:

- Zapatos (para correr, entrenamiento, fútbol, baloncesto, tenis, entre otros).
- Ropa deportiva (buzos, polos, casacas, pantalones y licras, suéteres, shorts, ropas de baño, entre otros).
- Equipo deportivo (maletines y mochilas, gorras, pelotas, canilleras, entre otros).

En el periodo de 2010 a 2014, los ingresos por ventas de equipo deportivo alcanzaron una tasa de crecimiento compuesto anual de 6,94% (ver anexo 6), una tasa más elevada en relación con las otras líneas de negocio. Las tasas de crecimiento compuesto anual de las líneas de zapatos y ropa deportiva fueron 5,43% y 3,94%, respectivamente (ver anexo 6). Las ventas de zapatos y ropa deportiva siguen siendo las líneas de negocio que contribuyen en mayor medida a los ingresos totales (ver anexo 7).

### **1.2.2. Mercados geográficos**

En sus reportes anuales, Adidas reporta los ingresos de las regiones Europa occidental, mercados europeos emergentes, América del Norte, Gran China, otros países asiáticos y América Latina. Europa occidental y América del Norte siguen siendo los mercados principales (ver anexo 8). Las tasas de crecimiento compuesto anual más elevadas ocurrieron en Gran China, los mercados europeos emergentes y América Latina (ver anexo 6).

### **1.2.3. Marcas y productos**

Según Adidas (Adidas Group 2015a), los contribuidores clave para asegurar un crecimiento sostenible de la empresa son el crecimiento de ventas y la cuota de mercado en las categorías fútbol, *running* y baloncesto; la expansión en el área de productos “fashion” con “adidas NEO”, el mantenimiento del alto dinamismo de los productos de estilo clásico de “adidas Originals” y el desarrollo de Reebok (adquirida en el 2006) como marca líder en el campo de *fitness*.

La marca Adidas está dirigida, principalmente, a deportes competitivos como el fútbol, *running* y el baloncesto. Además, provee productos para deportes al aire libre, fútbol americano, rugby, tenis, béisbol, balonmano, voleibol, bádminton, tenis de mesa, natación, boxeo y lucha. La marca derivada adidas Originals está dirigida al mercado de estilo de vida deportiva y moda deportiva. La marca adidas NEO está dirigida a clientes jóvenes de entre 14 y 19 años, y su modelo de negocio es bastante dinámico (moda pronta).

La marca Reebok está dirigida al mercado de *fitness* y quiere representar un imagen de fortaleza y tenacidad. Provee productos especializados para actividades como *fitness*, yoga, *running* y lucha.

Adidas y Reebok centran su investigación y desarrollo (I&D) en la creación de productos innovadores con funcionalidades y rendimientos superiores. Adidas enfoca su I&D en mejoras de amortiguaciones, soluciones energéticas, comodidad ligera, control de temperatura corporal, tecnologías deportivas digitales e innovaciones de sostenibilidad. Reebok enfoca su I&D, mayormente, en la creación de materiales con características superiores de control de temperatura, calce y durabilidad.

Para aumentar el reconocimiento de las marcas, Adidas y Reebok invierten en espacios de marketing digital y cooperaciones de promoción con importantes federaciones deportivas, equipos, ligas, eventos y atletas.

TaylorMade-adidas Golf incluye las marcas TaylorMade, adidas Golf, Adams Golf y Ashworth. Para aumentar el reconocimiento, las marcas muestran su presencia en los principales tours de golf. Actualmente, la industria de golf se encuentra en dificultades, que especialmente afectan a Adidas, una de las empresas líderes en este mercado. Para superar estas dificultades, TaylorMade-adidas Golf busca mejorar la gestión de inventarios, relanzamientos de productos de mayor demanda, recorte de planilla, reducción de costos y enfoque en ventas directas.

Reebok-CCM Hockey incluye las marcas Reebok Hockey y CCM, que son marcas líderes en la venta de equipamiento de hockey sobre hielo como patines, palos, equipamiento de porteros, equipamiento de protección y prendas licenciadas. Reebok-CCM Hockey coopera con ligas de hockey sobre hielo y atletas a nivel mundial.

## **2. Factores organizativos y sociales**

El grupo Adidas promueve la aplicación de prácticas de buen gobierno corporativo. Según la misma empresa, estas prácticas incluyen una gestión responsable basada en valores, supervisión con enfoque al éxito a largo plazo, eficacia en la cooperación entre el Consejo Ejecutivo y el Consejo de Supervisión, protección de los intereses de los accionistas, empleados y otros *stakeholders*, transparencia en la comunicación corporativa y una gerencia adecuada de riesgos (Adidas Group s.f.d). Adidas cumple con las principales recomendaciones del Código de Gobierno Corporativo Alemán. Dicho código fue establecido en el año 2002, con el fin de aumentar la confianza de inversores nacionales e internacionales, empleados y el público en las empresas alemanas listadas.

La declaración de sostenibilidad de Adidas establece retos en asuntos sociales y medioambientales, gestión medioambiental, gestión de recursos humanos y asuntos comunitarios (Adidas Group s.f.e). La estrategia de la empresa busca mejorar las vidas de sus empleados y de la comunidad, desarrollar productos innovadores y sostenibles y reducir impactos negativos al medio ambiente. Adidas es reconocida como empresa líder en responsabilidad social y ambiental por el “Dow Jones Sustainability Index”, el “Financial Times Index FTSE4Good” y por ETHIBEL (agencia no gubernamental especializada en la verificación de inversiones sostenibles). Además, desde el 2005, el grupo Adidas es parte de la lista “Global 100 Most Sustainable Corporations in the World”, posicionada en el tercer lugar en 2015.

## **Capítulo V. Análisis financiero y características de la inversión**

### **1. Análisis financiero de la empresa**

El anexo 9 incluye el desarrollo de ratios financieros clave de los últimos cinco años del grupo Adidas. Los cálculos de los ratios están basados en los estados financieros consolidados (balance general, cuenta de resultados, estado de flujos de efectivo) que se adjuntan en los anexos 10, 11 y 12. El anexo 13 presenta los mismos ratios de Nike, el competidor más grande y con un giro de negocio muy similar.

Los ratios de liquidez se mantuvieron relativamente estables con ratios corrientes de entre 1,45 y 1,68, la “prueba ácida” entre 0,78 y 0,83 y ratios de liquidez efectiva de entre 0,32 y 0,39. Aunque no se presenta un riesgo grave e inmediato de iliquidez, existe un potencial de mejora en los ratios y llegar a un ratio “prueba ácida” con un valor mayor que 1.

El ciclo de conversión de efectivo se prolongó por 10 días de 76 a 86 días en los últimos años, como resultado de un incremento de los inventarios en el 2014. Se mantiene a un nivel similar al de Nike.

Aunque Adidas y Nike cuentan con márgenes brutos similares (alrededor de 43% a 49%), los retornos de capital y los márgenes de Nike son considerablemente superiores a los de Adidas. Mientras Nike logró aumentar el retorno en capital (ROE) a 27,82% en 2014, el ROE de Adidas cayó a 8,82%, debido a una disminución del margen beneficio neto (ROS).

Adidas es una empresa poco apalancada con una gran capacidad de pagar sus gastos de interés (ratio de cobertura de 15,5 en 2014). La política de endeudamiento de la empresa pretende mantener la deuda neta por debajo de dos veces EBITDA en el largo plazo (Adidas Group 2015a).

El ratio de pago de dividendos subió, pasando de 30% en el 2010 a más de 54% en el 2014. En la asamblea general del 7 de mayo del 2015, Adidas comunicó un aumento del rango del ratio de pago de dividendos a 30%-50% (anteriormente 20%-40%).

Las necesidades operativas de fondos crecieron ligeramente en los últimos años, mientras que el ROE disminuyó. Teniendo en cuenta la solidez de los ratios de liquidez y la solvencia, no



constituye un peligro para la empresa. El ratio de flujos de caja libre a la empresa en relación con el EBITDA disminuyó en los últimos años, como resultado de un aumento en inversiones. Nike logró aumentar el mismo ratio.

Por lo expuesto anteriormente, Adidas es una empresa financieramente saneada con márgenes positivos y con la intención de los directivos de mejorar aun más los ratios operativos.

## **2. Características de la inversión en la empresa**

La política de inversiones de la empresa identifica el aumento de los flujos de cajas operativos como reto principal de los gastos de inversión (Adidas Group 2015a).

De los gastos totales de inversiones de alrededor de EUR 500 millones en el 2014, 58% se repartió a la consolidación de oficinas en la sede central (los gastos incurrieron principalmente para infraestructura de logística y sistemas de tecnología de información); 24%, al segmento de minorista (*retail*); 13%, al segmento de mayorista (*wholesale*); y 5%, a otros negocios. 37% de las inversiones se realizaron en América del Norte; 27%, en Europa occidental; 14%, en Gran China; 7%, en otros mercados asiáticos; 7%, en mercados emergentes europeos; y 7%, en América Latina.

Adidas proyecta gastos totales de inversión de alrededor de EUR 600 millones en el 2015, que se deben ser financiados en su totalidad con ingresos operativos.

## **Capítulo VI. Valoración**

### **1. Supuestos de proyecciones**

De acuerdo con Pablo Fernández (2015a), para las proyecciones de flujos futuros se recomienda asegurar consistencia financiera entre las previsiones, comparar las previsiones con las cifras históricas y establecer consistencia de los flujos con el análisis estratégico.

Como resultado de las medidas estratégicas mencionadas en apartados anteriores y un subsecuente aumento de la deseabilidad de la marca, Adidas espera alcanzar crecimientos de ventas de un alto dígito en los próximos años hasta el 2020. Se espera que las ganancias crezcan más rápido que las ventas y los flujos de caja.

La proyección del crecimiento de los ingresos es un factor clave para proyectar los flujos de caja libre a la empresa y los dividendos. En el anexo 14 se presentan los crecimientos de ingresos y porcentajes de contribución de las principales regiones geográficas y principales productos (zapatos, ropa y equipo deportivo) a los ingresos totales en los últimos años. Sobre la base de las observaciones de las tendencias en el anexo 14 y otras expectativas, se proyectan las tasas de crecimiento para las regiones y los productos para llegar a un porcentaje consolidado de crecimiento de los ingresos para cada año proyectado (ver anexo 15).

Para determinar las tasas de crecimiento o valores de las demás posiciones de la cuenta de resultados, del balance general, y del estado de flujo de caja, relevantes por la valoración, se calcularon los crecimientos promedio de los últimos cinco años y se determinaron expectativas para los próximos años (ver anexo 16).

Se aplicaron supuestos de crecimiento más prudentes que los comunicados por la empresa.

En el anexo 17, se presentan los cálculos de flujos de caja libre a la empresa y dividendos en los años 2010-2014. En el anexo 18, se presentan las proyecciones para los años 2015-2020. Estos flujos y dividendos se usarán en los métodos de valoración.

## 2. Costo de capital

Para los principales métodos de valoración aplicados (métodos basados en el descuento de flujos), es necesario determinar la tasa de descuento adecuada.

Para descontar los flujos en el modelo de descuento de dividendos se usa el costo de capital ( $r$ ), que refleja el costo de oportunidad del inversor (Pinto *et al.* 2010). Para descontar los flujos en el modelo de descuento de flujos de caja libre a la empresa (FCFF) se usa el costo medio ponderado del capital (WACC). Para la valoración de Adidas se usan las tasas “ $r$ ” y “WACC” con las siguientes fórmulas ( $r$  calculado mediante el “Capital Asset Pricing Model” (CAPM)):

$$r = \text{Tasa libre de riesgo} + \text{Beta} * (\text{Retorno esperado de mercado} - \text{tasa libre de riesgo}).$$

$$\text{WACC} = (\text{Coste de capital} * \text{Ponderación de capital}) + (\text{Coste de deuda neto de impuestos} * \text{Ponderación de deuda}).$$

Para descontar los flujos y el valor terminal en los modelos de dos fases (fase 1 y fase 2) se usan diferentes tasas “ $r$ ” y “WACC” que para el cálculo del valor terminal (perpetuidad) se calculan bajo los siguientes supuestos:

- Tasa libre de riesgo: Para la primera fase se usa una tasa libre de riesgo de 0,571%, que es el promedio del último año del bono soberano alemán a 10 años (Bloomberg 2015). Para la segunda fase se usa una tasa de 1,561%, que es la curva soberana alemana *forward* en 5 años para 20 años.
- Beta: Las betas se obtienen mediante una regresión en Bloomberg de los retornos de la acción de los últimos cinco años contra el índice DAX (Índice bursátil alemán de las 30 empresas más grandes). Para la primera fase se usa la beta bruta de 0,819. Para la segunda fase se usa la beta ajustada de 0,879 ( $2/3 * \text{beta bruta} + 1/3 * 1$ ), suponiendo que después de 5 años los movimientos de los retornos de la acción se acercan más a los movimientos del mercado.
- Retorno esperado de mercado: Como retorno esperado de mercado se usan los retornos promedio del índice DAX del último año para la primera fase y el promedio de los últimos cinco años para la segunda fase.
- Costo de deuda (neto de impuestos): Los bonos emitidos de la empresa tienen un vencimiento promedio ponderado por el nominal de 6,75 años (ver anexo 19). En el 2014, se

emitió un bono con vencimiento en 2021 con cupón fijo de 1,25%. Esta tasa se usa como costo de deuda en la primera fase. Para la segunda fase se usa una tasa de 2,24% (curva soberana alemana *forward* en 5 años para 20 años + el *spread* actual entre la tasa libre de riesgo y el costo de deuda).

- Tasa impositiva efectiva: Para las dos fases se usa la tasa promedio de los últimos 5 años de 32,21%, que es muy cercana a la tasa impositiva actual.
- Valor estimado de mercado de la deuda: Para obtener los pesos de la deuda y del capital usados en la fórmula de la tasa WACC se calcula el valor estimado de mercado de la deuda con la siguiente fórmula (Damodaran 2002):  $\text{Gastos de intereses} \cdot (1 - (1 + \text{Costo de deuda})^{-\text{vencimiento promedio ponderado}}) / \text{Costo de deuda} + \text{Deuda total} / (1 + \text{Costo de deuda})^{-\text{vencimiento promedio ponderado}} + \text{Valor presente de arrendamientos operacionales}$ .

El anexo 20 muestra el cálculo del valor presente de arrendamientos operacionales. Se calcula un valor estimado de mercado de deuda (incluyendo los arrendamientos operacionales) de EUR 3.764,32 millones (ver anexo 21).

Para la primera y segunda fase se calculan tasas “r” de 8,21% y 10,82%, respectivamente y tasas “WACC” de 6,42% y 8,57%, respectivamente (ver anexo 22).

### **3. Justificación de uso de los métodos**

El valor de las acciones de una empresa -suponiendo su continuidad- proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones (Fernández 2015a). Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos futuros esperados. Una desventaja del método de descontar los dividendos es la incertidumbre del monto de pago de los flujos, ya que el pago de dividendos es a discreción del directorio y no necesariamente coincide con la capacidad de pagar los mismos (Pinto *et al.* 2010). El método de descontar los flujos de caja libre a la empresa (FCFF) es preferible al método de descontar los flujos de caja libre al accionista (FCFE) si existen estructuras de capital complejas (por ejemplo, acciones preferentes o cambios en el endeudamiento/apalancamiento). Aunque acciones preferentes no forman parte de la estructura de capital de Adidas, existe la posibilidad de cambio en el endeudamiento en el futuro. Como resultado, el método de valoración preferido es descontar los flujos de caja libre a la empresa (FCFF). Se aplica un modelo de descuento de flujos de caja de dos periodos, debido a que se podían tomar supuestos

para realizar una proyección razonable de los flujos en los próximos años (primera fase) y para el crecimiento del valor terminal (segunda fase). Aunque las valoraciones por múltiplos casi siempre tienen una gran dispersión y son cuestionables, se les considera útiles para identificar diferencias entre la empresa y empresas comparables (Fernández 2015b).

#### **4. Métodos de valoración (cálculos)**

Para obtener un precio teórico (intrínseco) de la acción, se aplicó el método de descuento de los flujos de caja libre a la empresa (valoración en dos fases), el método de descuento de dividendos (valoración en dos fases) y valoración por múltiplos.

Para calcular el valor de la perpetuidad en los métodos de descuento de flujos y dividendos se usa una tasa sostenible de crecimiento ( $g$ ) de 3,98%. Esta tasa se obtiene multiplicando el ROE del año 2014 por el ratio de retención del mismo año ( $1 - \text{ratio de pago}$ ). Otro enfoque sistemático para determinar la tasa  $g$  puede ser la inflación a nivel mundial, dado que Adidas es una empresa con perspectivas de expansión global. El promedio de la inflación a nivel mundial de 2008 hasta 2017 (basado en data y proyecciones del FMI) es 3,98%, que coincide con la tasa calculada anteriormente.

Aplicando el método de descuento de los flujos de caja libre a la empresa (FCFF) a los flujos calculados en el anexo 18, usando las tasas presentadas en el anexo 22, se obtiene un valor intrínseco de la acción de EUR 83,72 (ver anexo 23).

Asimismo, aplicando los supuestos de los anexos 15 y 16 se proyectaron los dividendos de 2019-2020. Sin embargo, en unos años resultaron dividendos con un valor menor al dividendo del año anterior (ver anexo 18). La decisión sobre el pago de dividendos es a la discreción de la gerencia de la empresa. Las empresas prefieren no disminuir el monto del dividendo, porque se podría interpretar como señal negativa del desempeño de la empresa (Clayman 2012). Por eso, se descontó la serie de dividendos presentada en el anexo 24, obteniendo un valor intrínseco de la acción de EUR 23,04.

Se usan los múltiplos PER (precio/utilidad neta), EV(Valor de la empresa)/Ventas, EV/EBIT y EV/EBITDA de la empresa comparable Nike (cierre de año 31 de mayo del 2015) y se multiplican estos múltiplos con la utilidad neta, ventas, EBIT y EBITDA de Adidas al 30 de junio del 2015 (promedios de los últimos 12 meses). Nike es la única empresa de un tamaño

similar que ofrece un rango de productos con alto parecido. Aplicando estos múltiplos se calculan valores intrínsecos entre EUR 86,42 y EUR 207,31 (ver anexo 25).

Dentro de los métodos aplicados, el método de descontar los flujos de caja libres a la empresa es el preferible, porque la confianza en la adecuación de los presupuestos para las proyecciones de flujos y tasas de descuento es mayor en comparación con los otros métodos. El rango amplio de valores intrínsecos en la valoración por múltiplos se puede explicar con las diferencias existentes en los márgenes, ventas y expectativas de crecimiento entre Adidas y Nike.

## **Capítulo VII. Análisis de riesgos**

### **1. Análisis de sensibilidad**

El valor intrínseco de la acción muestra una alta sensibilidad a variaciones en la tasa WACC para descontar el valor terminal y en la tasa de crecimiento sostenible (ver anexo 26). Se calculan valores entre EUR 57,40 y EUR 223,01. Los valores más altos (bajos) se obtienen aplicando una tasa WACC baja (alta) y una tasa de crecimiento alta (baja).

### **2. Análisis de escenarios**

Dos factores cruciales para proyectar los flujos de caja libre a la empresa son los supuestos de crecimiento de los ingresos y de los costos de ingresos. Se realizó una sensibilización del valor intrínseco de la acción con diferentes tasas (ver anexo 27), obteniendo valores intrínsecos entre EUR 55,75 y EUR 119,54. Los valores más altos (bajos) se obtienen aplicando una tasa de crecimiento de ingresos alta (baja) y una tasa de costo de ingreso baja (alta).

### **3. Riesgos no considerados en la valoración**

En el informe anual, el grupo incluye una evaluación de riesgos. Algunos riesgos, que no son incluidos implícitamente en la valoración de la empresa y que son más propensos a ocurrir, incluyen:

- **Riesgos estratégicos:** Cobertura adversa en los medios de comunicación y discusión negativa en las redes sociales, riesgo de competencia (competencia por los consumidores y colaboraciones de promoción, guerras de precios), riesgos relacionados con la estructura organizacional (complejidades, responsabilidades indefinidas).
- **Riesgos operacionales:** Riesgo de inventario (sobreestimación de la demanda, inventarios excesivos), riesgo de comercialización (comunicación de marca no alienada, insuficiencias en la construcción de marca), riesgos relacionados con la gama de productos, innovación y diseño (incapacidad de crear productos innovadores, disminución de la atracción de marca).
- **Riesgos legales y de incumplimiento:** Riesgos relacionados a la falsificación de productos e imitación.
- **Riesgos financieros:** Riesgo de tipo de cambio (descalce entre la moneda de compras y la de las ventas).

Adidas es consciente de la presencia de los riesgos mencionadas, por ello desarrolló varias medidas para su mitigación. Sin embargo, los riesgos no se pueden eliminar totalmente y se podría incurrir en pérdidas financieras.



## **Capítulo VIII. Resumen de inversión**

### **1. Resultados**

El valor intrínseco de EUR 83,72, obtenido por el modelo de descuento de los flujos de caja libre a la empresa se considera el valor apropiado en el momento de la valoración. Los supuestos para las proyecciones de los flujos y las tasas de descuento se determinaron de manera diligente y tomando en cuenta la estrategia de la empresa.

Los aspectos más relevantes de Adidas son el buen gobierno corporativo, la fortaleza financiera de la empresa, el valor de la marca y el alineamiento de la estrategia para lograr las metas propuestas.

### **2. Recomendaciones**

El precio de la acción de Adidas al 25 de octubre es de EUR 81,41, ligeramente más bajo que el valor calculado por el modelo principal de valoración (EUR 83,72). Tomando en cuenta que los supuestos para las proyecciones de flujos, especialmente del crecimiento de las ventas y la tasa sostenible de crecimiento, se determinaron de manera prudente, la recomendación para inversionistas en la acción de Adidas es “*buy/hold*” (comprar/mantener).

## Bibliografía

Adidas Group (s.f.a). AD-HOC: Adidas AG updates financial outlook and announces strategic measures. <<http://www.adidas-group.com/en/investors/statutory-publications/ad-hoc-news/2014/ad-hoc-adidas-ag-updates-financial-outlook-and-announces-strateg/>>.

Adidas Group (s.f.b). Group Strategy. <<http://www.adidas-group.com/en/investors/strategy/group-strategy/>>.

Adidas Group (s.f.c). Strategy 2020 / Creating The New. <<http://www.adidas-group.com/en/investors/strategy/strategy-2020/>>.

Adidas Group (s.f.d). Corporate Governance Overview. <<http://www.adidas-group.com/en/investors/corporate-governance/corporate-governance-overview/>>.

Adidas Group (s.f.e). General Approach. <<http://www.adidas-group.com/en/sustainability/managing-sustainability/general-approach/>>.

Adidas Group (2015a). Adidas – Reporte Anual 2014. <[http://www.adidas-group.com/media/filer\\_public/2b/2f/2b2fd619-5444-4ee8-9c07-baa878d658c4/2014\\_gb\\_en.pdf](http://www.adidas-group.com/media/filer_public/2b/2f/2b2fd619-5444-4ee8-9c07-baa878d658c4/2014_gb_en.pdf)>.

Adidas Group (2015b). Adidas - First Half Year Report 2015. <[http://www.adidas-group.com/media/filer\\_public/99/f7/99f74cc0-bf3b-4458-acef-728e6be2d105/en\\_q2\\_2015.pdf](http://www.adidas-group.com/media/filer_public/99/f7/99f74cc0-bf3b-4458-acef-728e6be2d105/en_q2_2015.pdf)>.

Bloomberg L.P. (2015). Base de datos de Bloomberg. Obtenido en 2015 de la base de datos de Bloomberg.

Clayman, Michelle R. *et al.* (2012). *Corporate Finance: A Practical Approach*. 2da ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, Aswath (2002). *Investment Valuation / Aswath Damodaran*. 2da ed. New York: John Wiley & Sons, Inc.

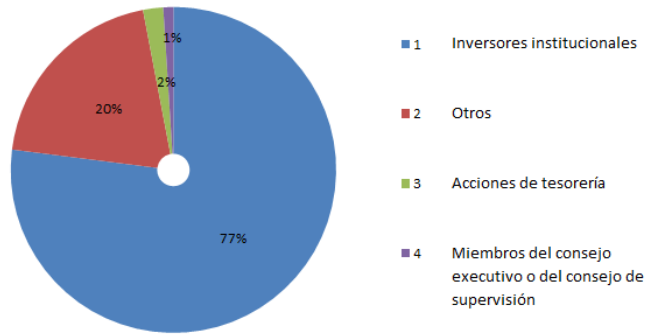
Fernández, Pablo (2015a). *Métodos de valoración de empresas*. Profesor de Finanzas de IESE.

Fernández, Pablo (2015b). *Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos*. Profesor de Finanzas de IESE.

Pinto, Jerald E. *et al.* (2010). *Equity asset valuation*. 2da ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

## **Anexos**

### Anexo 1. Estructura accionarial



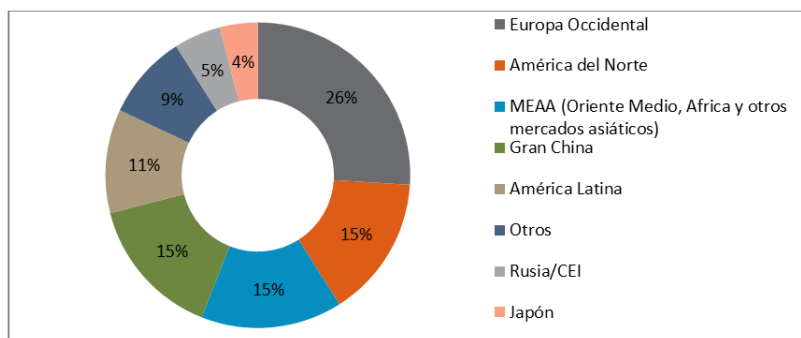
Fuente: Adidas - <http://www.adidas-group.com>

### Anexo 2. Precio de la acción a 5 años (EUR)



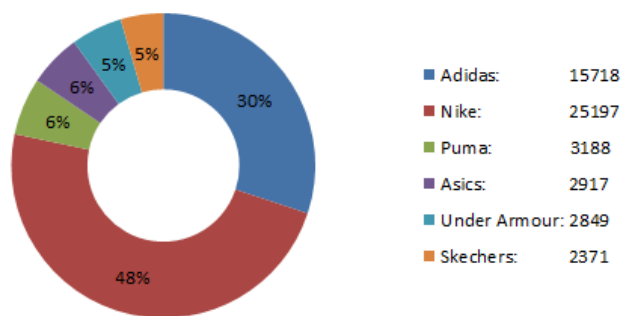
Fuente: Bloomberg 2015.

### Anexo 3. Ventas en el primer semestre 2015



Fuente: Adidas – First Half Year Report 2015.

#### Anexo 4. Ventas reportadas en los últimos cuatro trimestres (en millones de EUR)<sup>3</sup>



Fuente: Bloomberg 2015.

#### Anexo 5. Análisis de los cinco fuerzas de Porter

<b>Amenaza de Nuevos Competidores: Insignificante</b>
Se trata de una industria altamente concentrada. Los líderes del mercado cuentan con una historia importante en el ámbito deportivo, marcas reconocidas e importantes colaboraciones con atletas, equipos deportivos y asociaciones deportivas. Dichos factores son sumamente difíciles de copiar para nuevos entrantes. Por las altas barreras de entrada se considere que la amenaza de nuevos competidores es insignificante.
<b>Poder de Negociación Proveedores: Insignificante</b>
Debido al hecho que los productores hacen sus pedidos en grandes cantidades y pueden elegir entre varios proveedores en varios países, el poder de negociación de los proveedores se considera insignificante.
<b>Rivalidad entre competidores: Moderada</b>
Las empresas existentes tratan ganar cuota de mercado de sus competidores. Sin embargo, las marcas usualmente no compiten por el precio sino por exclusividad de la marca. En suma, la rivalidad entre los competidores se considere moderada.
<b>Poder de Negociación de los Clientes: Significativo</b>
Los clientes pueden elegir entre los productos de varias marcas, por eso el poder de negociación de los clientes se considera significativo.
<b>Amenaza de Productos y Servicios Sustitutos: Baja</b>
Como producto sustituto de la industria de productos deportivos "premium" se pueden considerar de los productores "marca-blanca". Es posible, que clientes deciden a comprar productos más baratos, si los productos premium les parecen demasiado caros. Sin embargo, las marcas premium también venden los productos de la temporada pasada a precios considerablemente reducidos. La amenaza por productos sustitutos se considera baja.

Fuente: Elaboración propia 2015.

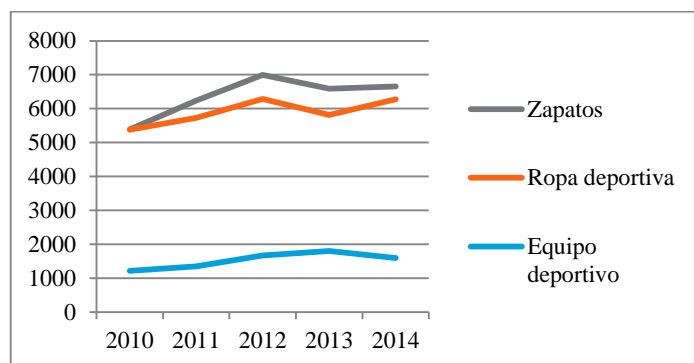
#### Anexo 6. Tasas de crecimiento compuesto anual 2010-2014

	<b>Tasa de crecimiento compuesto anual 2010-2014</b>
<b>Línea de negocio</b>	
Zapatos	5,43%
Ropa deportiva	3,94%
Equipo deportivo	6,94%
<b>Mercado geográfico</b>	
Europa Occidental	3,79%
Mercados Europeos Emergentes	8,68%
América del Norte	1,46%
Gran China	16,01%
Otros Países Asiáticos	1,40%
América Latina	6,00%

Fuente: Elaboración propia 2015.

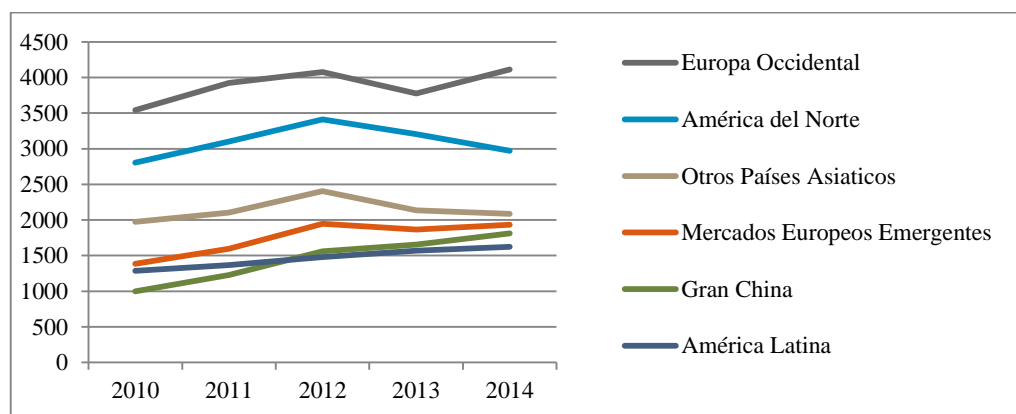
<sup>3</sup> Todas las empresas menos Nike cierran sus trimestres el fin de marzo, junio, septiembre y diciembre; mientras que Nike cierre al fin de febrero, mayo, agosto y noviembre.

## Anexo 7. Ventas por líneas de negocio 2010-2014 (millones de EUR)



Fuente: Adidas – Reportes Anuales 2011-2014.

## Anexo 8. Ingresos por mercados geográficos 2010-2014 (millones de EUR)



Fuente: Adidas – Reportes Anuales 2011-2014.

## Anexo 9. Ratios financieros Adidas

Adidas	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>Liquidez</b>					
<b>Ratio corriente</b> (Activos corrientes/pasivos corrientes)	1,50	1,46	1,57	1,45	1,68
<b>Prueba ácida</b> ((Activos corrientes-inventarios)/pasivos corrientes)	0,78	0,68	0,83	0,73	0,83
<b>Ratio efectivo</b> (Efectivo y equivalentes/pasivos corrientes)	0,36	0,32	0,44	0,34	0,39
<b>Eficiencia</b>					
<b>Ciclo de conversión de efectivo (días)</b> (Días de inventario+Días de ventas pendientes de cobro-días de cuentas a cobrar)	7,23	76,68	71,03	84,92	86,31
<b>Rotación de activos</b> (Ventas/Activo total netos medio)	1,23	1,22	1,30	1,22	1,21
<b>Rentabilidad</b>					
<b>Margen bruto</b> (Beneficio bruto/Ingreso)	47,79%	47,51%	47,73%	49,29%	47,64%
<b>Margen EBITDA</b> (EBITDA/Ingreso)	9,71%	9,05%	9,78%	11,08%	9,40%
<b>Margen operacional</b> (EBIT/Ingreso)	7,46%	7,15%	6,18%	8,68%	6,61%
<b>Margen beneficio neto</b> (Beneficio neto/Ingreso)	4,73%	4,60%	3,53%	5,54%	3,37%

<b>Adidas</b>	<b>31/12/2010</b>	<b>31/12/2011</b>	<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>
<b>Liquidez</b>					
<b>ROA (Retorno en activos)</b> (Beneficio neto/Activos totales promedio)	5,82%	5,61%	4,60%	6,77%	4,08%
<b>ROS (margen beneficio neto)</b> (Beneficio neto/Ventas)	4,73%	4,60%	3,53%	5,54%	3,37%
<b>Ratio de apalancamiento</b> (Activos promedio/Capital promedio)	2,32	2,24	2,19	2,15	2,16
<b>ROE (Retorno en capital)</b> ROS*Rotación de activos*Ratio de apalancamiento)	13,52%	12,57%	10,08%	14,58%	8,82%
<b>Solvencia/Apalancamiento (valores de libro)</b>					
<b>EBIT/Gasto total de interés</b>	7,98	8,82	9,48	16,89	15,50
<b>Grado de apalancamiento financiero</b> ((EBIT/(EBIT-Gastos de intereses))	1,14	1,13	1,12	1,06	1,07
<b>Deuda a largo plazo/Activos totales</b>	12,59	8,82	10,36	5,63	12,76
<b>Deuda a largo plazo/Capital</b>	28,92	19,33	22,81	11,91	28,20
<b>Deuda/Capital</b>	34,83	24,96	28,10	24,34	33,32
<b>Ratios de la acción</b>					
<b>BPA básicos</b>	2,71	2,93	2,52	3,76	2,35
<b>Ratio de pago</b>	29,45%	34,09%	53,61%	40,78%	54,84%
<b>Finanzas operativas (en millones de EUR)</b>					
<b>Necesidades operativas de fondos (NOF)</b> (Cuentas y pagarés por cobrar+Inventarios-Cuentas por pagar)	2.544	2.210	2.384	2.618	2.820
<b>Fondo de maniobra (FM)</b> (Activos totales actuales-Pasivos totales corrientes)	1.972	1.990	2.503	2.125	2.969
<b>Flujos de caja libre a empresa/EBITDA</b>	0,66	0,49	0,45	0,18	0,19
<b>Crecimiento</b>					
<b>Ventas (millones de EUR)</b>	11.990	13.322	14.883	14.203	14.534
<b>Tasa de crecimiento sostenible (g)</b> (ROE*Dividend payout ratio)	9,54%	8,28%	4,67%	8,64%	3,98%

Fuente: Bloomberg 2015.

## Anexo 10. Balance consolidado

<b>En millones de EUR excepto por acción</b>					
<b>12 meses fin</b>	<b>31/12/2010</b>	<b>31/12/2011</b>	<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>
<b>Activos</b>					
+ Efectivo y equivalentes	1.156	906	1.670	1.587	1.683
Crecimiento anual (%)	49,16	-21,63	84,33	-4,97	6,05
+ Inversiones a corto plazo	233	465	265	41	5
Crecimiento anual (%)	210,67	99,57	-43,01	-84,53	-87,80
+ Cuentas y pagarés por cobrar	2.119	1.595	1.688	1.809	1.946
Crecimiento anual (%)	16,66	-4,32	5,83	7,17	7,57
+ Inventarios	2.119	2.502	2.486	2.634	2.526
Crecimiento anual (%)	44,05	18,07	-0,64	5,95	-4,10
+ Otros activos corrientes	705	860	768	786	1.187
Crecimiento anual (%)	-4,08	21,99	-10,70	2,34	51,02
<b>Activos totales actuales</b>	<b>5.880</b>	<b>6.328</b>	<b>6.877</b>	<b>6.857</b>	<b>7.347</b>
Crecimiento anual (%)	31,10	7,62	8,68	-0,29	7,15
+ Inversiones LP	93	97	112	120	129
Crecimiento anual (%)	2,20	4,30	15,46	7,14	7,50
+ Activos fijos netos	855	963	1.095	1.238	1.454
Crecimiento anual (%)	18,26	12,63	13,71	13,06	17,45
+ Activos fijos brutos	1.798	2.070	2.262	2.419	2.823
Crecimiento anual (%)	21,49	15,13	9,28	6,94	16,70
- Depreciación acumulada	943	1.107	1.167	1.181	1.369
Crecimiento anual (%)	24,57	17,39	5,42	1,20	15,92



En millones de EUR excepto por acción					
12 meses fin	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
+ Otros activos a largo plazo	3.790	3.849	3.567	3.384	3.487
Crecimiento anual (%)	5,98	1,56	-7,33	-5,13	3,04
<b>Activos totales LP</b>	<b>4.738</b>	<b>4.909</b>	<b>4.774</b>	<b>4.742</b>	<b>5.070</b>
Crecimiento anual (%)	7,93	3,61	-2,75	-0,67	6,92
<b>Activo total</b>	<b>10.618</b>	<b>11.237</b>	<b>11.651</b>	<b>11.599</b>	<b>12.417</b>
Crecimiento anual (%)	19,64	5,83	3,68	-0,45	7,05
<b>Pasivo y capital social</b>					
+ Cuentas por pagar	1.694	1.887	1.790	1.825	1.652
Crecimiento anual (%)	45,28	11,39	-5,14	1,96	-9,48
+ Préstamos a corto plazo	273	289	280	681	288
Crecimiento anual (%)	37,88	5,86	-3,11	143,21	-57,71
+ Otro pasivo a corto plazo	1.941	2.162	2.304	2.226	2.438
Crecimiento anual (%)	31,86	11,39	6,57	-3,39	9,52
<b>Pasivos totales corrientes</b>	<b>3.908</b>	<b>4.338</b>	<b>4.374</b>	<b>4.732</b>	<b>4.378</b>
Crecimiento anual (%)	37,80	11,00	0,83	8,18	-7,48
+ Préstamos a largo plazo	1.337	991	1.207	653	1.584
Crecimiento anual (%)	-14,79	-25,88	21,80	-45,90	142,57
+ Otros pasivos a largo plazo	750	780	779	733	837
Crecimiento anual (%)	8,07	4,00	-0,13	-5,91	14,19
<b>Pasivo total a largo plazo</b>	<b>2.087</b>	<b>1.771</b>	<b>1.986</b>	<b>1.386</b>	<b>2.421</b>
Crecimiento anual (%)	-7,78	-15,14	12,14	-30,21	74,68
<b>Pasivos totales</b>	<b>5.995</b>	<b>6.109</b>	<b>6.360</b>	<b>6.118</b>	<b>6.799</b>
Crecimiento anual (%)	17,57	1,90	4,11	-3,81	11,13
+ Capital preferente total	0	0	0	0	0
+ Interés minoritario	7	-9	-13	-8	-7
Crecimiento anual (%)	40,00	--	-44,44	38,46	12,50
+ Capital en acciones y APIC	209	209	209	530	785
Crecimiento anual (%)	0,00	0,00	0,00	153,59	48,11
+ Beneficios retenidos y otro capital	4.407	4.928	5.095	4.959	4.840
Crecimiento anual (%)	23,72	11,82	3,39	-2,67	-2,40
<b>Patrimonio total</b>	<b>4.623</b>	<b>5.128</b>	<b>5.291</b>	<b>5.481</b>	<b>5.618</b>
Crecimiento anual (%)	22,43	10,92	3,18	3,59	2,50
<b>Pasivo y capital totales</b>	<b>10.618</b>	<b>11.237</b>	<b>11.651</b>	<b>11.599</b>	<b>12.417</b>
Crecimiento anual (%)	19,64	5,83	3,68	-0,45	7,05

Fuente: Bloomberg 2015.

## Anexo 11. Cuenta de resultados

En millones de EUR excepto por acción					
12 meses fin	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>Ingreso</b>	<b>11.990</b>	<b>13.322</b>	<b>14.883</b>	<b>14.203</b>	<b>14.534</b>
Crecimiento anual (%)	15,50	11,11	11,72	-4,57	2,33
- Coste de ingreso	6.260	6.993	7.780	7.202	7.610
Crecimiento anual (%)	10,43	11,71	11,25	-7,43	5,67
<b>Beneficio bruto</b>	<b>5.730</b>	<b>6.329</b>	<b>7.103</b>	<b>7.001</b>	<b>6.924</b>
Crecimiento anual (%)	21,60	10,45	12,23	-1,44	-1,10
+ Otros ingresos operacionales	210	191	232	245	240
Crecimiento anual (%)	12,90	-9,05	21,47	5,60	-2,04
- Gastos operativos	5.046	5.567	6.415	6.013	6.203
Crecimiento anual (%)	14,94	10,33	15,23	-6,27	3,16
<b>Ingreso operativo</b>	<b>894</b>	<b>953</b>	<b>920</b>	<b>1.233</b>	<b>961</b>
Crecimiento anual (%)	75,98	6,60	-3,46	34,02	-22,06
- Gastos de intereses	112	108	97	73	62
Crecimiento anual (%)	-18,84	-3,57	-10,19	-24,74	-15,07
- Pérdida cambiaria	-2	0	0	18	3
Crecimiento anual (%)	--	--	--	--	-83,33
- Pérdida neta no operacional	-22	-24	-28	29	60
Crecimiento anual (%)	--	-9,09	-16,67	--	106,90

En millones de EUR excepto por acción					
12 meses fin	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>Ingreso antes de impuestos</b>	<b>806</b>	<b>869</b>	<b>851</b>	<b>1.113</b>	<b>836</b>
Crecimiento anual (%)	125,14	7,82	-2,07	30,79	-24,89
- Gasto de impuesto al ingreso	238	261	327	340	272
Crecimiento anual (%)	110,62	9,66	25,29	3,98	-20,00
<b>Ingreso antes de PE</b>	<b>568</b>	<b>608</b>	<b>524</b>	<b>773</b>	<b>564</b>
Crecimiento anual (%)	131,84	7,04	-13,82	47,52	-27,04
- Pérdida extraordinaria neta antes de impuestos	0	0	0	-17	68
- Intereses minoritarios	1	-5	-2	3	6
Crecimiento anual (%)	--	--	60,00	--	100,00
<b>Ben neto</b>	<b>567</b>	<b>613</b>	<b>526</b>	<b>787</b>	<b>490</b>
Crecimiento anual (%)	131,43	8,11	-14,19	49,62	-37,74
- Efectivo dividendos preferentes	0	0	0	0	0
- Otros ajustes	0	0	0	--	--
<b>Ingreso neto disponible a accionistas comunes</b>	<b>567</b>	<b>613</b>	<b>526</b>	<b>787</b>	<b>490</b>
Crecimiento anual (%)	131,43	8,11	-14,19	49,62	-37,74

Fuente: Bloomberg 2015.

## Anexo 12. Estado de flujos de efectivo consolidado

En millones de EUR excepto por acción					
12 meses fin	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>Efectivo de actividades operacionales</b>					
+ Ben neto	567	613	526	787	490
Crecimiento anual (%)	131,43	8,11	-14,19	49,62	-37,74
+ Depreciación + amortización	270	253	536	340	405
Crecimiento anual (%)	-9,70	-6,30	111,86	-36,57	19,12
+ Otros ajustes de elementos no líquidos	-16	-84	-67	-18	52
Crecimiento anual (%)	83,84	-425,00	20,24	73,13	--
+ Cambios en capital no en efectivo	96	55	-18	-450	-229
Crecimiento anual (%)	-87,52	-42,71	--	-2.400,00	49,11
<b>Efectivo de operaciones</b>	<b>917</b>	<b>837</b>	<b>977</b>	<b>659</b>	<b>718</b>
Crecimiento anual (%)	-24,46	-8,72	16,73	-32,55	8,95
<b>Flujos de caja de inversión</b>					
+ Despojo de activos fijos	1	2	19	4	4
Crecimiento anual (%)	-93,75	100,00	850,00	-78,95	0,00
+ Gastos de capital	-227	-318	-376	-422	-499
Crecimiento anual (%)	16,41	40,09	18,24	12,23	18,25
+ Incremento de las inversiones	0	-10	0	-20	-36
Crecimiento anual (%)	--	--	--	--	80,00
+ Disminución de las inversiones	44	0	10	0	0
Crecimiento anual (%)	--	--	--	--	--
+ Otras actividades de inversión	-171	-270	95	170	-23
Crecimiento anual (%)	--	-57,89	--	78,95	--
<b>Flujos de caja de inversión</b>	<b>-353</b>	<b>-596</b>	<b>-252</b>	<b>-268</b>	<b>-554</b>
Crecimiento anual (%)	-98,31	-68,84	57,72	-6,35	-106,72
<b>Efectivo de actividades de financiación</b>					
+ Dividendos pagados	-73	-167	-209	-282	-314
Crecimiento anual (%)	-24,74	128,77	25,15	34,93	11,35
+ Cambio en préstamos a corto plazo	-198	-273	-231	-154	12
Crecimiento anual (%)	50,99	-37,88	15,38	33,33	--
+ Aumento en préstamos a LP	33	0	496	0	990
Crecimiento anual (%)	-93,36	--	--	--	--
+ Disminución en préstamos a largo plazo	0,000	-57,000	-3,000	-2,000	-502,000
Crecimiento anual (%)	--	--	-94,74	-33,33	25.000,00
+ Incremento en acciones	0	0	0	0	0
+ Disminución en acciones	0,00	0,00	0,00	0,00	-300,00
+ Otras actividades de financiación	55	12	-14	-36	46
Crecimiento anual (%)	685,71	-78,18	--	-157,14	--

En millones de EUR excepto por acción					
12 meses fin	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>Efectivo de actividades de financiación</b>	<b>-183</b>	<b>-485</b>	<b>39</b>	<b>-474</b>	<b>-68</b>
Crecimiento anual (%)	63,76	-165,03	--	--	85,65
<b>Cambios netos en el efectivo</b>	<b>381</b>	<b>-244</b>	<b>764</b>	<b>-83</b>	<b>96</b>
Crecimiento anual (%)	-28,25	--	--	--	--

Fuente: Bloomberg 2015.

### Anexo 13. Ratios financieros Nike

Nike	31/05/2011	31/05/2012	31/05/2013	31/05/2014	31/05/2015
<b>Liquidez</b>					
<b>Ratio corriente</b> (Activos corrientes/pasivos corrientes)	2,85	3,05	3,47	2,72	2,52
<b>Prueba ácida</b> ((Activos corrientes-inventarios)/pasivos corrientes)	1,94	1,77	2,31	1,71	1,47
<b>Ratio efectivo</b> (Efectivo y equivalentes/pasivos corrientes)	1,15	0,97	1,52	1,02	0,94
<b>Eficiencia</b>					
<b>Ciclo de conversión de efectivo (días)</b> (Días de inventario+Días de ventas pendientes de cobro-días de cuentas a cobrar)	85,75	91,25	89,89	89,61	88,15
<b>Rotación de activos</b> (Ventas/Activo total netos medio)	1,42	1,53	1,53	1,54	1,52
<b>Rentabilidad</b>					
<b>Margen bruto</b> (Beneficio bruto/Ingreso)	45,58%	43,50%	43,59%	44,77%	45,97%
<b>Margen EBITDA</b> (EBITDA/Ingreso)	15,10%	14,81%	14,52%	15,35%	15,76%
<b>Margen operacional</b> (EBIT/Ingreso)	13,49%	13,21%	12,79%	13,24%	13,64%
<b>Margen beneficio neto</b> (Beneficio neto/Ingreso)	10,22%	9,53%	9,77%	9,69%	10,70%
<b>ROA (Retorno en activos)</b> (Beneficio neto/Activos totales promedio)	14,50%	14,59%	14,96%	14,89%	16,29%
<b>ROS (margen beneficio neto)</b> (Beneficio neto/Ventas)	10,22%	9,53%	9,77%	9,69%	10,70%
<b>Ratio de apalancamiento</b> (Activos promedio/Capital promedio)	1,50	1,51	1,53	1,65	1,71
<b>ROE (Retorno en capital)</b> ROS*Rotación de activos*Ratio de apalancamiento)	21,77%	21,98%	22,96%	24,50%	27,82%
<b>Solvencia/Apalancamiento</b>					
<b>EBIT/Gasto total de interés</b>	82,79	99,45	140,78	96,84	122,79
<b>Grado de apalancamiento financiero</b> ((EBIT/(EBIT-Gastos de intereses))	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01
<b>Deuda a largo plazo/Activos totales</b>	1,84	1,47	6,88	6,45	5,00
<b>Deuda a largo plazo/Capital</b>	2,63	2,12	9,65	9,83	7,73
<b>Deuda/Capital</b>	6,74	3,71	12,44	12,68	9,92
<b>Ratios de la acción</b>					
<b>BPA básicos</b>	3,34	3,58	2,14	2,25	3,13
<b>Ratio de pago</b>	26,68%	28,16%	29,65%	30,51%	28,43%
<b>Finanzas operativas (en millones de EUR)</b>					
<b>Necesidades operativas de fondos (NOF)</b> (Cuentas y pagarés por cobrar+Inventarios-Cuentas por pagar)	3.051	3.886	3.782	3.996	5.071
<b>Fondo de maniobra (FM)</b> (Activos totales actuales-Pasivos totales corrientes)	5.108	6.440	7.478	6.355	8.787

<b>Nike</b>	<b>31/05/2011</b>	<b>31/05/2012</b>	<b>31/05/2013</b>	<b>31/05/2014</b>	<b>31/05/2015</b>
<b>Finanzas operativas (en millones de EUR)</b>					
<b>Flujos de caja libre a empresa/EBITDA</b>	0,45	0,38	0,65	0,51	0,78
<b>Crecimiento</b>					
<b>Ventas (millones de EUR)</b>	15.538	17.257	19.659	20.542	25.207
<b>Tasa de crecimiento sostenible (g) (ROE*Dividend payout ratio)</b>	15,96%	15,79%	16,15%	17,03%	19,91%

Fuente: Bloomberg 2015.

#### Anexo 14. Ingresos por regiones y productos

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Promedio</b>
<b>Ingreso total (millones de EUR)</b>	11.990	13.322	14.883	14.203	14.534	
<b>Región</b>						
<b>Europa occidental</b>						
Total (millones de EUR)	3.543	3.922	4.076	3.777	4.112	
Cambio en %		10,70%	3,93%	-7,34%	8,87%	4,04%
Como % del Ingreso total	29,55%	29,44%	27,39%	26,59%	28,29%	27,93%
<b>Mercados europeos emergentes</b>						
Total (millones de EUR)	1.385	1.597	1.947	1.867	1.932	
Cambio en %		15,31%	21,92%	-4,11%	3,48%	9,15%
Como % del Ingreso total	11,55%	11,99%	13,08%	13,15%	13,29%	12,88%
<b>América del Norte</b>						
Total (millones de EUR)	2.805	3.102	3.410	3.203	2.972	
Cambio en %		10,59%	9,93%	-6,07%	-7,21%	1,81%
Como % del Ingreso total	23,39%	23,28%	22,91%	22,55%	20,45%	22,30%
<b>Gran China</b>						
Total (millones de EUR)	1.000	1.229	1.562	1.655	1.811	
Cambio en %		22,90%	27,10%	5,95%	9,43%	16,34%
Como % del Ingreso total	8,34%	9,23%	10,50%	11,65%	12,46%	10,96%
<b>Otros países asiáticos</b>						
Total (millones de EUR)	1972	2.103	2.407	2.135	2.085	
Cambio en %		6,64%	14,46%	-11,30%	-2,34%	1,86%
Como % del Ingreso total	16,45%	15,79%	16,17%	15,03%	14,35%	15,33%
<b>América Latina</b>						
Total (millones de EUR)	1.285	1.369	1.481	1.568	1.622	
Cambio en %		6,54%	8,18%	5,87%	3,44%	6,01%
Como % del Ingreso total	10,72%	10,28%	9,95%	11,04%	11,16%	10,61%
	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>Producto</b>						
<b>Zapatos</b>						
Total (millones de EUR)	5.389	6.242	6.992	6.587	6.658	
Cambio en %		15,83%	12,02%	-5,79%	1,08%	5,78%
Como % del Ingreso total	44,95%	46,85%	46,98%	46,38%	45,81%	46,51%
<b>Ropa deportiva</b>						
Total (millones de EUR)	5.380	5.733	6.290	5.811	6.279	
Cambio en %		6,56%	9,72%	-7,62%	8,05%	4,18%
Como % del Ingreso total	44,87%	43,03%	42,26%	40,91%	43,20%	42,35%
<b>Equipo deportivo</b>						
Total (millones de EUR)	1.221	1.347	1.671	1.806	1.597	
Cambio en %		10,32%	24,05%	8,08%	-11,57%	7,72%
Como % del Ingreso total	10,18%	10,11%	11,23%	12,72%	10,99%	11,26%
	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Adidas – Reportes Anuales 2011-2014.

## Anexo 15. Expectativas de crecimiento de los ingresos

	<b>Expectativas</b>	<b>% del Ingreso total * % de crecimiento esperado 2015-2016</b>	<b>% del Ingreso total * % de crecimiento esperado 2017-2020</b>
<b>Región</b>			
Europa occidental	Se proyecta, que los ingresos de esta región aportarán 27,93% al ingreso total (promedio de los últimos 5 años). Los ingresos en esta región crecieron por 8,87% en el último año. Se espera una recuperación económica en varios países y un crecimiento moderado del PBI. Se proyecta un crecimiento anual de 8,87% en 2015 y 2016, que iguala al crecimiento de 2014. Para 2017-2020 se espera un crecimiento anual de 9,97%, tras una continuación de la recuperación económica.	2,48%	2,76%
Mercados europeos emergentes	Se proyecta, que los ingresos de esta región aportarán 12,88% al ingreso total (promedio de los últimos 5 años). Los ingresos en esta región crecieron por 3,48% en el último año, una tasa menor que el promedio de los últimos 5 años. Debido a la existencia de dificultades económicas de varios países en esta zona, se proyecta un crecimiento anual de 3,48% en 2015 y 2016, que iguala al crecimiento de 2014. Para 2017-2020 se espera un crecimiento anual de 4,48%.	0,45%	0,58%
América del Norte	Se proyecta, que los ingresos de esta región aportarán 22,30% al ingreso total (promedio de los últimos 5 años). Después de crecimientos de alrededor de 10% en el inicio del periodo observado, ocurrieron crecimientos negativos en los últimos dos años. Aunque se espera una desaceleración del crecimiento de PBI en el mercado norteamericano, se espera una tasa de crecimiento de los ingresos de 5% en 2015 y 2016 y una tasa de 7% en los años 2017-2020, debido a las medidas estratégicas con enfoque de las actividades de marketing a grandes ciudades norteamericanas y personalización de productos.	1,11%	1,56%
Gran China	Se proyecta, que los ingresos de esta región aportarán 10,96% al ingreso total (promedio de los últimos 5 años). Los crecimientos de los ingresos de más de 20% en el inicio del periodo observado se disminuyeron a 9,43% en 2014. Teniendo en cuenta la desaceleración del crecimiento económico de China, se proyecta que este porcentaje de crecimiento se mantiene en los años 2015 y 2016. Para los años 2017-2020 se espera un aumento del crecimiento a 10,43%, debido a las actividades de marketing en Shanghai.	1,03%	1,14%
Otros países asiáticos	Se proyecta, que los ingresos de esta región aportarán 15,33% al ingreso total (promedio de los últimos 5 años). Después de altos crecimientos en el inicio del periodo observado, ocurrieron crecimientos negativos en los últimos dos años. Teniendo en cuenta las expectativas de un crecimiento estable del PBI de los países asiáticos, se espera que el crecimiento de los ingresos en 2015 y 2016 iguala al crecimiento promedio del periodo observado de 1,86%. Para los años 2017-2020 se espera un aumento del crecimiento a 2,86%, debido a las medidas estratégicas como las actividades de marketing en Tokio y personalización de productos.	0,29%	0,44%
América Latina	Se proyecta, que los ingresos de esta región aportarán 10,61% al ingreso total (promedio de los últimos 5 años). Debido al crecimiento moderado del PBI en la región y dificultades económicas en Brasil, se proyecta que el crecimiento en 2015 y 2016 se mantiene en el crecimiento de 2014 de 3,44%, que es algo menor al promedio del periodo observado. Para los años 2017-2020 se espera un aumento del crecimiento a 4,44%, debido a las actividades de marketing en Rio.	0,37%	0,47%
	<b>Suma</b>	<b>5,72%</b>	<b>6,95%</b>

	<b>Expectativas</b>	<b>% del Ingreso total * % de crecimiento esperado 2015-2016</b>	<b>% del Ingreso total * % de crecimiento esperado 2017-2020</b>
<b>Producto</b>			
Zapatos	Se proyecta, que los ingresos por ventas de zapatos aportarán 46,51% al ingreso total (promedio de los últimos 5 años). Después de crecimientos de un doble dígito en el ingreso por ventas de zapatos en el inicio del periodo observado, ocurrió un crecimiento negativo en 2013 y un crecimiento bajo en 2014. Debido a las innovaciones tecnológicas en amortiguaciones, nuevos diseños presentados por personalidades emblemáticas y un incremento de posibilidades de personalización se espera un crecimiento igual al promedio del periodo observado de 5,78%. Para los años 2017-2020 se espera un aumento de 6,78%.	2,69%	3,15%
Ropa deportiva	Se proyecta, que los ingresos por ventas de ropa deportiva aportarán 42,35% al ingreso total (promedio de los últimos 5 años). Luego de un crecimiento negativo en 2013, los ingresos por ventas de ropa deportiva crecieron por 8,05% en 2014. Debido a la presentación de nuevos materiales y el éxito de los productos de la línea adidas originals, se espera que esta tasa se mantenga en los años 2015 y 2016 y se aumenta a 9,05% en los años 2017-2020.	3,41%	3,83%
Equipo deportivo	Se proyecta, que los ingresos por ventas de equipo deportivo aportarán 11,26% al ingreso total (promedio de los últimos 5 años). Causado por las dificultades en el mercado de Golf, ocurrió un crecimiento negativo de un doble dígito en 2014. Por las medidas tomadas por Adidas para alcanzar una mejor alineación de su oferta de productos a la demanda del mercado, se espera una recuperación del crecimiento a 3% en los años 2015 y 2016 y un crecimiento de 4% en los años 2017-2020.	0,34%	0,45%
	<b>Suma</b>	<b>6,44%</b>	<b>7,44%</b>
<b>Medio ponderado</b>	50% * Suma de los porcentajes de los regiones + 50% * Suma de los porcentajes de los productos	<b>6%</b>	<b>7%</b>
<b>Resultado</b>	Para los años 2015 y 2016 se espere un crecimiento anual de la ventas totales de 6%. Para los años 2015 y 2016 se espere un crecimiento anual de la ventas totales de 7%.		

Fuente: Elaboración propia 2015.

## Anexo 16. Supuestos para proyecciones

<b>Posición</b>	<b>Valores o porcentajes históricos a 5 años (promedio)</b>	<b>Análisis y expectativas</b>	<b>Valores o porcentajes para los próximos años</b>
Ingreso	Crecimiento de 7,21%	Se proyecta un crecimiento de 6% en 2015 y 2016 y un crecimiento de 6% en 2017-2020 (ver anexo 10).	2015 y 2016: 6% crecimiento 2017 - 2020: 7% crecimiento
Coste de ingreso	52% de los ingresos	Los costos de los insumos de producción y pagos a proveedores se mantuvieron relativamente estables en los últimos 5 años. Se proyectan costos de ingreso estables de 52% de las ventas en los próximos años.	2015-2020: Costos de ingreso de 52% de los ingresos
Otros ingresos operacionales	223,6 millones de EUR	La suma de los ingresos por regalías y comisiones, beneficios procedentes de la enajenación de activos fijos, devengos y provisiones estaba en un rango entre 191 y 245 millones de EUR. Se proyecta que dichos ingresos se mantienen en el promedio histórico en los próximos años	2015-2020: 223.6 millones de EUR por año

Posición	Valores o porcentajes históricos a 5 años (promedio)	Análisis y expectativas	Valores o porcentajes para los próximos años
Gastos operativos	42,4% de los ingresos	Los gastos operativos (depreciación, amortización, marketing, ventas y gastos generales entre otros) estaban relativamente estable en los últimos 5 años, entre 41,8% y 43,1% de los ingresos. Aunque la empresa aumentó los gastos de marketing y sponsoring en 2015 (Adidas +16%, Reebok +13%) la empresa logró bajar los gastos operativos a 42,8% de las ventas (-0,7% en comparación a 2014). Se proyecta que este porcentaje se mantenga estable en los próximos años.	2015-2020: 42,8% de los ingresos
Gastos de intereses	90,4 millones de EUR	Los gastos de intereses continuamente disminuyeron en los últimos años, de 112 millones de EUR en 2010 a 62 millones de EUR en 2014. Mediante el repago de dos Eurobonds y la emisión de un nuevo Eurobond se podía mejorar el perfil de vencimiento de la deuda y aprovechar de las tasas bajas de mercado. Debido a la disminución de la deuda neta de la empresa y la tasa promedia de intereses se espera poder disminuir los gastos de intereses en los próximos dos años, con un ligero aumento en los años siguientes.	2015-2016: 58 millones de EUR 2017-2020: 65 millones de EUR
Pérdida cambiaria	3,8 millones de EUR	La empresa trata de evitar pérdidas cambiarias con la ayuda de un sistema de cobertura. Se proyecta que en los próximos años van a ocurrir pérdidas cambiarias en el monto promedio de 3,8 millones de EUR.	2015-2020: 3,8 millones de EUR por año
Pérdida neta no operacional	3 millones de EUR	Las pérdidas netas no operacionales (por ejemplo por tipo de cambio) tenían un fuerte incremento en los últimos 2 años. Se proyecta, que estas pérdidas disminuirán gradualmente.	2015: 45 millones de EUR 2016: 40 millones de EUR 2017: 20 millones de EUR 2018: 20 millones de EUR 2019 y 2020: 10 millones de EUR
Gasto de impuesto al ingreso	32,21% del ingreso antes de impuestos	En los últimos 5 años la tasa de impuestos varió entre 29,5% y 38,4% del ingreso antes de impuestos. Se proyecta que la tasa impositiva se mantenga al nivel promedio.	2015-2020: 32,21% del ingreso antes de impuestos
Pérdida extraordinaria neta antes de impuestos	10,2 millones de EUR	Las altas pérdidas extraordinarias principalmente fueron causadas por la venta del segmento de Rockport. Se proyectan pérdidas de 25 millones de EUR en 2015 que se disminuyen hasta 0 en los años siguientes.	2015: 25 millones de EUR 2016: 20 millones de EUR 2017-2020: 0
Intereses minoritarios	0,6 millones de EUR	Los intereses minoritarios subieron en los últimos años. Se proyecta que se mantienen a un promedio de 5 millones de EUR cada año.	2015-2020: 5 millones de EUR por año
Depreciación + amortización	360,8 millones de EUR	Depreciación, amortización y pérdidas por deterioro sumaron un promedio de 360,8 millones de EUR en los últimos 5 años. En 2014 resultó un valor elevado de 405 millones de EUR, principalmente en el contexto de una consolidación de oficinas en la sede central. Para los próximos años se proyectan valores igual al promedio histórico.	2015-2020: 360,8 millones de EUR
Otros ajustes de elementos no líquidos	-26,6 millones de EUR	Se observó una tendencia de aumento en los últimos dos años. Se proyecta que en los próximos años no se realizarán otros ajustes.	0



Posición	Valores o porcentajes históricos a 5 años (promedio)	Análisis y expectativas	Valores o porcentajes para los próximos años
Cambios en capital no en efectivo	-109,2 millones de EUR	En los últimos 5 años, el capital no en efectivo disminuyó un promedio de 109,2 millones de EUR por año. Las disminuciones ocurrieron principalmente en los últimos dos años. Mediante mejoras en los centros de distribución la empresa busca continuar la disminución de los inventarios. Al mismo tiempo, se proyecta que el aumento en ventas resulta en aumentos de las cuentas a cobrar. En suma, se esperan cambios negativos en el capital no en efectivo de -150 millones de EUR en 2015, que se acercan a 0 en los años siguientes.	2015: -150 millones de EUR 2016: -100 millones de EUR 2017: -70 millones de EUR 2018: -20 millones de EUR 2019 y 2020: 0
Gastos de capital	-368,4 millones de EUR	Los gastos de capital sumaron un promedio de 368,4 millones de EUR en los últimos 5 años. En 2014 resultó un valor elevado de 499 millones de EUR, principalmente en el contexto de una consolidación de oficinas en la sede central. Para los años 2015 y 2016 se proyectan gastos de 600 millones de EUR y 500 millones de EUR, respectivamente. Para los años siguientes se proyectan valores igual al promedio histórico.	2015-2020: 386,4 millones de EUR
Ratio de <i>payout</i>	42,55 % del beneficio neto	La empresa propone subir el corredor de pago de dividendos de 20-40% de las ganancias a 30-50% de las ganancias. En 2014 el ratio de <i>payout</i> fue mayor que 50%. Se proyecta un ratio de <i>payout</i> de 50% en 2015 y 2016 y un ratio de <i>payout</i> de 42% en los años siguientes.	2015-2016: 50% 2017-2020: 42%
Número de acciones en circulación		Se supone que en los años siguientes no se realizarán nuevas emisiones de acciones ni recompras de acciones.	

Fuente: Bloomberg para los cálculos de los promedios; Adidas - Reporte Anual 2014 para datos adicionales.

### Anexo 17. Cálculo de flujos y dividendos 2010-2014

En millones de EUR excepto por acción	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>12 meses fin</b>					
<b>Ingreso</b>	<b>11.990</b>	<b>13.322</b>	<b>14.883</b>	<b>14.203</b>	<b>14.534</b>
- Coste de ingreso	6.260	6.993	7.780	7.202	7.610
<b>Beneficio bruto</b>	<b>5.730</b>	<b>6.329</b>	<b>7.103</b>	<b>7.001</b>	<b>6.924</b>
+ Otros ingresos operacionales	210	191	232	245	240
- Gastos operativos	5.046	5.567	6.415	6.013	6.203
<b>Ingreso operativo</b>	<b>894</b>	<b>953</b>	<b>920</b>	<b>1.233</b>	<b>961</b>
- Gastos de intereses	112	108	97	73	62
- Pérdida cambiaria	-2	0	0	18	3
- Pérdida neta no operacional	-22	-24	-28	29	60
<b>Ingreso antes de impuestos</b>	<b>806</b>	<b>869</b>	<b>851</b>	<b>1.113</b>	<b>836</b>
- Gasto de impuesto al ingreso	238	261	327	340	272
<b>Ingreso antes de PE</b>	<b>568</b>	<b>608</b>	<b>524</b>	<b>773</b>	<b>564</b>
- Pérdida extraordinaria neta antes de impuestos	0	0	0	-17	68
- Intereses minoritarios	1	-5	-2	3	6
<b>Ben neto</b>	<b>567</b>	<b>613</b>	<b>526</b>	<b>787</b>	<b>490</b>
+ Depreciación + amortización	270	253	536	340	405
+ Otros ajustes de elementos no líquidos	-16	-84	-67	-18	52
+ Cambios en capital no en efectivo	96	55	-18	-450	-229
<b>Efectivo de operaciones</b>	<b>917</b>	<b>837</b>	<b>977</b>	<b>659</b>	<b>718</b>
Gastos de intereses	112	108	97	73	62
Tasa impositiva efectiva (%)	29,53	30,03	38,43	30,55	32,54
+ Gastos de intereses * (1-t)	79	76	60	51	42



En millones de EUR excepto por acción					
12 meses fin	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
+ Gastos de capital	-227	-318	-376	-422	-499
<b>Flujo de caja libre a empresa</b>	<b>769</b>	<b>443</b>	<b>541</b>	<b>186</b>	<b>261</b>
Ratio de <i>payout</i> (%)	29,453	34,095	53,612	40,779	54,839
Dividendos pagados	167	209	282	314	306
Número de acciones (millones)	209	209	209	209	204
<b>Dividendo por acción (EUR)</b>	<b>0,80</b>	<b>1,00</b>	<b>1,35</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>

Fuente: Bloomberg 2015.

## Anexo 18. Proyección de flujos y dividendos 2015-2020

En millones de EUR excepto por acción						
12 meses fin	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020
<b>Ingreso</b>	<b>15.406</b>	<b>16.330</b>	<b>17.474</b>	<b>18.697</b>	<b>20.005</b>	<b>21.406</b>
- Coste de ingreso	8.011	8.492	9.086	9.722	10.403	11.131
<b>Beneficio bruto</b>	<b>7.395</b>	<b>7.839</b>	<b>8.387</b>	<b>8.974</b>	<b>9.603</b>	<b>10.275</b>
+ Otros ingresos operacionales	224	224	224	224	224	224
- Gastos operativos	6.594	6.989	7.479	8.002	8.562	9.162
<b>Ingreso operativo</b>	<b>1.025</b>	<b>1.073</b>	<b>1.132</b>	<b>1.196</b>	<b>1.264</b>	<b>1.337</b>
- Gastos de intereses	58	58	65	65	65	65
- Pérdida cambiaria	4	4	4	4	4	4
- Pérdida neta no operacional	45	40	30	20	10	10
<b>Ingreso antes de impuestos</b>	<b>918</b>	<b>971</b>	<b>1.033</b>	<b>1.107</b>	<b>1.185</b>	<b>1.258</b>
- Gasto de impuesto al ingreso	296	313	333	357	382	405
<b>Ingreso antes de PE</b>	<b>622</b>	<b>658</b>	<b>701</b>	<b>750</b>	<b>803</b>	<b>853</b>
- Pérdida extraordinaria neta antes de impuestos	25	20	0	0	0	0
- Intereses minoritarios	5	5	5	5	5	5
<b>Ben neto</b>	<b>592</b>	<b>633</b>	<b>696</b>	<b>745</b>	<b>798</b>	<b>848</b>
+ Depreciación + amortización	361	361	361	361	361	361
+ Otros ajustes de elementos no líquidos	0	0	0	0	0	0
+ Cambios en capital no en efectivo	-150	-100	-70	-20	0	0
<b>Efectivo de operaciones</b>	<b>803</b>	<b>894</b>	<b>986</b>	<b>1.086</b>	<b>1.159</b>	<b>1.209</b>
Gastos de intereses	58	58	65	65	65	65
Tasa impositiva efectiva (%)	32,21%	32,21%	32,21%	32,21%	32,21%	32,21%
+ Gastos de intereses * (1-t)	39	39	44	44	44	44
+ Gastos de capital	-600	-500	-386	-386	-386	-386
<b>Flujo de caja libre a empresa</b>	<b>242</b>	<b>433</b>	<b>644</b>	<b>744</b>	<b>817</b>	<b>866</b>
Ratio de <i>payout</i> (%)	50,00%	50,00%	42,00%	42,00%	42,00%	42,00%
Dividendos pagados	296	317	292	313	335	356
Número de acciones (millones)	204	204	204	204	204	204
<b>Dividendo por acción (EUR)</b>	<b>1,45</b>	<b>1,55</b>	<b>1,43</b>	<b>1,53</b>	<b>1,64</b>	<b>1,74</b>

Fuente: Bloomberg 2015.

## Anexo 19. Cálculo del promedio ponderado por nominal de los bonos emitidos

Bono	Volumen (millones de EUR)	Vencimiento	Años hasta vencimiento	Peso
Colocación privada EEUU	115	2015	1	6,5%
Colocación privada EEUU	150	2016	2	8,5%
Bono convertible	500	2019	5	28,3%
Eurobond 1,25% con vencimiento 2021	600	2021	7	34,0%
Eurobond 2,25% con vencimiento 2026	400	2026	12	22,7%
				100,0%
<b>Vencimiento promedio ponderado por el nominal</b>				<b>6,75 años</b>

Fuente: Adidas – Reporte anual 2014. Elaboración propia 2015.

## Anexo 20. Cálculo del valor presente de arrendamientos operacionales

	Programa de arrendamientos operacionales (gasto de alquiler)		Valor Presente (tasa 1,25%)
	Gasto de alquiler - Año 1 (millones de EUR)	476,00	470,12
Gasto de alquiler - años 2-5 = 858 (millones de EUR) --> se supone que este monto se divide a dos años	Gasto de alquiler - Año 2 (millones de EUR)	239,75	233,86
	Gasto de alquiler - Año 3 (millones de EUR)	239,75	230,98
	Gasto de alquiler - Año 4 (millones de EUR)	239,75	228,12
	Gasto de alquiler - Año 5 (millones de EUR)	239,75	225,31
Gasto de alquiler - Tras año 5 = 277 (millones de EUR) --> se supone que este monto se divide a dos años	Gasto de alquiler - Año 6 (millones de EUR)	138,50	128,55
	Gasto de alquiler - Año 7 (millones de EUR)	138,50	126,96
			<b>1.643,92</b>

Fuente: Bloomberg 2015. Cálculo: Elaboración propia 2015.

## Anexo 21. Cálculo del valor de mercado de la deuda

Costo de la deuda (Eurobond 1,25% con vencimiento 2021)	1,25%
Deuda total (31 de diciembre de 2014) (millones de EUR)	1.872
Gastos de intereses (31 de diciembre de 2014) (millones de EUR)	62
Gastos de intereses*(1-(1/(1+Costo de deuda)^vencimiento promedio ponderado)/Costo de deuda + Deuda total/(1+Costo de deuda)^vencimiento promedio ponderado) + Valor presente de arrendamientos operacionales (millones de EUR)	<b>3.764,33</b>

Fuente: Bloomberg 2015. Cálculo: Elaboración propia 2015.

## Anexo 22. Cálculos costo de capital (r) y WACC

Variable	2015-2019	Para el valor terminal
	Valor o porcentaje	Valor o porcentaje
Tasa libre de riesgo	0,57%	1,56%
Beta	0,819	0,879
Retorno esperado de mercado	9,89%	12,10%
<b>Coste de capital (r)</b>	<b>8,21%</b>	<b>10,82%</b>
Coste de deuda (neto de impuestos)	1,25%	2,24%
Tasa impositiva efectiva	32,21%	32,21%
Valor estimado de mercado de la deuda (millones de EUR)	3.764	3.764
Valor de mercado del capital (31 de diciembre de 2014) (millones de EUR)	11.773	11.773
(Capital/(Deuda+Capital))	75,77%	75,77%
(Deuda/(Deuda+Capital))	24,23%	24,23%
<b>WACC</b>	<b>6,42%</b>	<b>8,7%</b>

Fuente: Bloomberg 2015. Cálculo: Elaboración propia 2015.

## Anexo 23. Método de descuento de flujos de caja libre a la empresa (FCFF)

<b>WACC 2015-2019</b>	6,42%
<b>Tasa sostenible de crecimiento (g)</b>	3,98%
<b>WACC para descontar el valor terminal</b>	8,57%
<b>Valor presente (VP) de los FCFF (millones de EUR)</b>	2.322,91
<b>Valor Terminal (millones de EUR)</b> (FCFF 2020/(WACC-g))	18.891,13
<b>Valor presente (VP) del Valor Terminal (millones de EUR)</b>	13.837,81

<b>Efectivo y equivalentes (30 de junio de 2015)</b> (millones de EUR)	964
<b>Interés minoritario (30 de junio de 2015)</b> (millones de EUR)	-11
<b>Deuda total (30 de junio de 2015)</b> (millones de EUR)	1.920
<b>Valor de la empresa</b> (VP de los FCF + VP del Valor Terminal - Efectivo y equivalentes + Interés minoritario + Deuda total)	17.105,73
<b>Acciones básicas en circulación (30 de junio de 2015)</b> (millones)	204,33
<b>Valor por acción (EUR)</b>	83,72

Fuente: Bloomberg 2015. Cálculo: Elaboración propia 2015.

#### Anexo 24. Método de descuento de dividendos (DDM)

	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	FY 2018 12/31/2018	FY 2019 12/31/2019	FY 2020 12/31/2020
<b>Dividendo por acción (EUR)</b>	1,50	1,55	1,60	1,60	1,70	1,70

<b>Coste de capital 2015-2019</b>	8,21%
<b>Coste de capital para el valor terminal</b>	10,82%
<b>Tasa sostenible de crecimiento (g)</b>	3,98%
<b>Valor presente (VP) de los dividendos (EUR)</b>	6,29 €
<b>Valor Terminal (EUR)</b> (Dividendo 2020/(coste de capital-g))	24,86
<b>Valor presente (VP) del Valor Terminal (EUR)</b>	16,76
<b>Valor de la acción (EUR)</b> (Valor presente de los dividendos + Valor presente del valor terminal)	23,04

Fuente: Elaboración propia 2015.

#### Anexo 25. Método de múltiplos

NIKE	Q4 2015		Adidas	Q2 2015		EV	Precio
	05/31/2015			06/30/2015		(millones de EUR)	por acción (EUR)
PER	27,48	x	BPA básicos T12m (EUR)	2,49	=		68,42
EV/Ventas	2,69	x	Ventas T12m (millones de EUR)	15.718	=	42.359	207,31
EV/EBIT	19,75	x	EBIT T12m (millones de EUR)	1.021	=	20.167	98,70
EV/EBITDA	17,10	x	EBITDA T12m (millones de EUR)	1.458	=	24.925	121,98
			Acciones básicas en circulación (30 de junio de 2015)	204			
			(millones)				

Fuente: Bloomberg 2015. Cálculo: Elaboración propia 2015.

## Anexo 26. Análisis de sensibilidad (EUR)

		Tasa sostenible de crecimiento (g)						
		2,50%	3,00%	3,50%	3,98%	4,50%	5,00%	5,50%
WACC para descontar el valor terminal	7,00%	85,00	93,63	104,72	118,89	140,20	171,26	223,01
	7,50%	78,10	85,00	93,63	104,27	119,50	140,20	171,26
	8,00%	72,45	78,10	85,00	93,28	104,72	119,50	140,20
	8,57%	67,17	71,77	77,27	83,72	92,34	103,04	117,23
	9,00%	63,77	67,75	72,45	77,88	85,00	93,63	104,72
	9,50%	60,35	63,77	67,75	72,27	78,10	85,00	93,63
	10,00%	57,40	60,35	63,77	67,59	72,45	78,10	85,00

Fuente: Elaboración propia 2015.

## Anexo 27. Análisis de escenarios (EUR)

		Crecimiento de los ingresos 2015-2020						
		2015 y 2016: 3%	2015 y 2016: 4%	2015 y 2016: 5%	2015 y 2016: 6%	2015 y 2016: 7%	2015 y 2016: 8%	2015 y 2016: 9%
		2017 - 2019: 4%	2017 - 2019: 5%	2017 - 2019: 6%	2017 - 2019: 7%	2017 - 2019: 8%	2017 - 2019: 9%	2017 - 2019: 10%
Costo de ingreso 2015-2020	50,50%	91,07	95,30	99,72	104,35	109,19	114,25	119,54
	51,00%	85,90	89,10	93,19	97,47	101,95	106,63	111,52
	51,50%	79,30	82,89	86,66	90,59	94,71	99,02	103,51
	52,00%	73,10	76,69	80,13	83,72	87,47	91,40	95,50
	52,50%	67,53	70,49	73,59	76,84	80,23	83,78	87,49
	53,00%	61,64	64,29	67,06	69,96	73,00	76,17	79,48
	53,50%	55,75	58,09	60,53	63,09	65,76	68,55	71,47

Fuente: Elaboración propia 2015.