

Článek je zaměřen na největší globální společnosti zabývající se výrobou a prodejem sportovního oblečení a obuvi. Právě prodej sportovní, nejčastěji běžecké obuvi, je hlavním pilířem příjmů většiny těchto společností. Vedle pohodlného sportovního oblečení se velké světové značky zaměřují rovněž na funkční prádlo a výbavu pro celou řadu konkrétních sportů.

Obecně trh sportovního zboží lze rozdělit do více kategorií dle zvolených kritérií. Já se budu zabývat zejména těmi největšími hráči na trhu, kteří jsou zároveň obchodováni na některé z velkých světových burz. Na následujících řádcích představím vybrané společnosti, porovnáám některé fundamentální ukazatele a připojím komentář k aktuálnímu ocenění akcií.

Obrovské množství peněz v této branži proteče náklady na propagaci a marketing. Většinu výrobků jsou totiž schopni největší hráči na trhu vyrobit v podobné, ne-li takřka totožné kvalitě. Při volbě zboží ze strany spotřebitelů bývá klíčová také cena, která se vyjma specifických produktů pohybuje rovněž na velmi podobné úrovni. Často je tedy hlavním a rozhodujícím faktorem právě obliba konkrétní značky. Velcí globální výrobci si toho jsou velmi dobře vědomi, a tak neváhají vydat na marketing, různá partnerství a sponzoring desítky i stovky milionů dolarů ročně. V minulém roce například Adidas překonal svůj předchozí rekordní kontrakt na téměř 110 mil. dolarů ročně pro fotbalový Manchester United novou smlouvou s dalším světoznámým týmem Realem Madrid. Se španělským velkoklubem se firma dohodla na podmínkách v astronomické výši 150 milionů dolarů ročně. Sportovně-oděvní společnosti se tak často přepíchlí, jen aby získaly na svou stranu důležité marketingové tváře.

## **Představení „velké čtyřky“**

Americká světová jednička na poli sportovního průmyslu Nike dokáže vygenerovat za půl roku stejné tržby, jako německá dvojka globálního trhu Adidas za celý rok. Společnost Nike je navíc schopna dosáhnout nejen úctyhodných prodejů, ale zároveň umí vygenerovat velmi tučný zisk. Nike totiž za pouhý jeden kvartál vykáže čistý zisk na celoroční úrovni německého Adidasu. K tradičně známým gigantům je třeba připočítat také další německou společnost Puma a šťiku posledních let americký Under Armour.

| Společnost   | Ticker | Země | Značky                                | Tržní kapitalizace (mld.) | Tržby 2015 (mld.) | Zisk 2015 |
|--------------|--------|------|---------------------------------------|---------------------------|-------------------|-----------|
| Nike         | NKE    | USA  | Nike, Jordan, Converse, Hurley        | 100                       | 30,6              | 3,3 mld.  |
| Adidas       | ADS    | GER  | Adidas, Reebok, CCM, Taylor-Made Golf | 24                        | 18,4              | 817 mil.  |
| Under Armour | UA     | USA  | Under Armour                          | 18                        | 4                 | 237 mil.  |
| Puma         | PUM    | GER  | Puma, kolekce Ferrari, BMW, Mercedes  | 3,3                       | 3,7               | 34 mil.   |

Poznámka: Údaje v tabulce v amerických dolarech (USD). Zdroj: Bloomberg

Jak je z tabulky patrné, mezi velkou sportovně oděvní čtyřku se řadí dvě americké společnosti a dva zástupci Evropy, konkrétně Německa. Všechny 4 značky generují většinu svých příjmů z prodeje zboží pod svou vlajkovou značkou, přesto často vlastní také další známé značky. Pod Nike patří například surfařská kalifornská značka Hurley, či známé boty Converse. Adidas doplňuje svou tradiční nabídku o značku Reebok zaměřený především na fitness. Dále pak prodává hokejové vybavení pod hlavičkou CCM, či golfové produkty Taylor-Made. Německá Puma zaměřuje své speciální kolekce na motoristické značky či nápojový Red Bull. Při pohledu na tržní kapitalizaci, tržby v minulém roce a dosažený zisk si lze snadno udělat obrázek, kdo celému trhu jednoznačně dominuje. Za globální jedničkou Nike je s odstupem a zároveň značným náskokem na další společnosti Adidas. Až neskutečně rychle rostoucí Under Armour se v loňském roce vyvíjel dle dosažených tržeb na třetí příčku, těsně před tradiční značkou Puma.

#### Další velké značky na sportovním trhu

Na trhu však působí celá řada dalších společností, některé z nich jsou znázorněny v následující tabulce.

| Společnost          | Ticker   | Země | Značky                                    | Tržní kapitalizace (mld.) | Tržby 2015 (mld.) | Zisk 2015 |
|---------------------|----------|------|-------------------------------------------|---------------------------|-------------------|-----------|
| New Balance         | Private* | USA  | Warrior, Dunham, Cobb Hill, Brine, Aravon | *                         | 3,3 (2014)        | *         |
| Skechers            | SKX      | USA  | Skechers                                  | 4,4                       | 3,1               | 236 mil.  |
| Lululemon Athletica | LULU     | CAN  | Lululemon                                 | 8,7                       | 1,8               | 272 mil.  |

Poznámka: Údaje v tabulce v amerických dolarech (USD). Zdroj: Bloomberg

Vedle klasických globálně známých značek zaměřených čistě na sport působí na trhu další společnosti, jako například původem kanadská firma Lululemon Athletica. Vzhledem k velkému poměru příjmů z prodeje sportovní obuvi lze jako dalšího významnějšího konkurenta považovat také amerického výrobce obuvi Skechers, či burzově neobchodovanou, přesto známou a v celku rozšířenou značku New Balance. Aby konkurence nebylo málo, lze určitě jako další alternativu v rozhodování zákazníků považovat outdoorové značky, kterých je na trhu skutečně obrovské množství. Například známá značka The North Face patřící do americké skupiny VF Corporation generuje téměř 2,5 mld. dolarů tržeb ročně. Výčet možné konkurence by neměl opomenout také některé módní domy, které v poslední době rozšiřují svoji tradiční nabídku také o sekce sportovního oblečení, například H&M.

Akcie společnosti **New Balance** nejsou veřejně obchodované, přesto dle výše dosažených tržeb v roce 2014 (3,3 mld. USD) stojí za to firmu zmínit. New Balance se vedle jádrového zaměření na obuv věnuje také kolektivním sportům jako Lakros (Brine), hokej (Warrior) a fotbal (New Balance). Firma je například hlavním sponzorem fotbalového Liverpoolu, či prostřednictvím své hokejové značky Warrior nejlepšího světového obránce Erika Karlssona. **Lululemon Athletica** je původem kanadská společnost působící téměř výhradně v Severní Americe. Firma se zaměřuje zejména na sportovní oblečení pro ženy vyznávající jógu. Společnost se před několika lety nechtěně zviditelnila průsvitnými dámskými kalhotami, které zákaznice začaly houfně vracet. Celá aféra následně výrazně poškodila hospodaření a reputaci firmy. Při pohledu na základní finanční ukazatele se Lululemon Athletica jeví jako fundamentálně zdravá společnost s vysoce nadprůměrnými maržemi, nulovým zadlužením a schopností dosahovat solidní volné cash flow. Analytici dle dat Bloomberg očekávají v nadcházejících 5 letech více než dvojnásobné zvýšení příjmů. Dražší ocenění společnosti na burze reflektuje zdravou rozvahu i růstové vyhlídky a titul se tak aktuálně obchoduje za 34násobek ročních zisků. Americký výrobce nejen sportovní obuvi **Skechers** generuje o ¼ větší příjmy, přesto provozní i čistý zisk mají obě společnosti podobný. To poukazuje na poloviční ziskové marže v případě Skechers.

#### Rozdělení tržeb dle hlavních segmentů a regionů

Nyní se však vraťme k velké čtyřce a podívejme na tabulku, která znázorňuje velikost a poměr tržeb vůči celkovým tržbám dle hlavních segmentů a geografických regionů.

| Společnost          | Tržby (mld. USD) |              |              |               |                |              |
|---------------------|------------------|--------------|--------------|---------------|----------------|--------------|
|                     | Obuv             | Oblečení     | Doplňky      | N. Amerika    | Západní Evropa | Čína         |
| <b>Nike</b>         | 60%<br>(13,7)    | 28%<br>(8,6) | 5%<br>(1,6)  | 45%<br>(13,7) | 19%<br>(5,7)   | 10%<br>(3)   |
| <b>Adidas</b>       | 50%<br>(9,2)     | 42%<br>(7,7) | 9%<br>(1,6)  | 15%<br>(2,8)  | 25%<br>(4,5)   | 14%<br>(2,5) |
| <b>Under Armour</b> | 17%<br>(0,7)     | 70%<br>(2,8) | 9%<br>(0,3)  | 87%<br>(3,5)  |                |              |
| <b>Puma</b>         | 45%<br>(1,7)     | 36%<br>(1,3) | 19%<br>(0,7) | 38%<br>(1,4)  |                |              |

Poznámka: Údaje v tabulce jsou v mld. USD a vyjadřují zároveň % poměr k celkovým tržbám společnosti. Zdroj: Bloomberg

Jak bylo naznačeno v úvodu článku, jádrový byznysem většiny těchto firem je prodej sportovní obuvi. V případě firmy Adidas se jedná o rovnou polovinu příjmů, u společnosti Nike je dokonce 60% veškerých tržeb dosaženo z prodeje obuvi. Druhou klíčovou kategorií je výroba a prodej oblečení, kde se firmy pohybují přibližně kolem 1/3 celkových tržeb. Z velké čtyřky je pouze pro značku Under Armour nejdůležitější právě segment oděvů, kde firma generuje téměř ¾ tržeb a částečně se tak odlišuje od hlavních konkurentů. Při pohledu na regionální rozložení sil vidíme jasnou dominanci Nike na největším sportovně-oděvním trhu světa v Severní Americe. Světová dvojka Adidas v USA dokonce v loňském roce přišla o druhou příčku, ze které ji sesadila skutečně dynamicky rostoucí firma Under Armour. Ta se první roky zaměřovala výhradně na domácí trh v USA a s rostoucí oblibou v poslední době začíná stále více expandovat do zahraničí. Přesto tržby v Severní Americe činí (zatím) naprostou většinu celkových tržeb společnosti.

#### Hrubé marže téměř srovnatelné, na provozu již velké rozdíly

| Společnost          | Marže  |        |          |         |
|---------------------|--------|--------|----------|---------|
|                     | Hrubá  | EBITDA | Provozní | Zisková |
| <b>Nike</b>         | 46,00% | 15,76% | 13,64%   | 10,70%  |
| <b>Adidas</b>       | 48,30% | 8,70%  | 6,50%    | 3,75%   |
| <b>Under Armour</b> | 48,10% | 12,86% | 10,31%   | 5,87%   |
| <b>Puma</b>         | 45,50% | 4,54%  | 2,84%    | 1,10%   |

Poznámka: Údaje v tabulce jsou v amerických dolarech (USD) a vyjadřují % poměr k celkovým tržbám společnosti. Zdroj: Bloomberg

Z tabulky je patrné, že rozpětí hrubé marže mezi nejlepší a nejhorší společností je poměrně úzké, necelá 3%. Přesouváme-li se postupně blíže směrem k čistému zisku, tak vidíme divergence jednotlivých marží poměrně výrazné. Například největší Nike dosahuje téměř 3,5krát větší ziskovosti před započtením úroků, daní a odpisů (EBITDA marže) než německá Puma. Při porovnání největších dvou hráčů na trhu vidíme, že Adidas sice dokáže převyšovat Nike na úrovni hrubé marže, ale na důležitějších provozních ukazatelích americký gigant svého německého konkurenta doslova válkuje. Nejmladší z velké čtyřky Under Armour dosahuje provozní marže na velmi slušné úrovni. Bude tedy zajímavé sledovat, jak se firmě bude dařit držet vyšší ziskovost na pozadí teprve začínající zahraniční expanze.

### Základní hospodaření

| Společnost   | Tržby 2015 | Růst tržeb 2015* | EBITDA   | Zisk     | Free CF   |
|--------------|------------|------------------|----------|----------|-----------|
| Nike         | 30,6 mld.  | 14 %/10 %        | 4,8 mld. | 3,3 mld. | 3,7 mld.  |
| Adidas       | 18,4 mld.  | 16 %/10 %        | 1,7 mld. | 817 mil. | 716 mil.  |
| Under Armour | 4,0 mld.   | 28 %/31 %        | 516 mil. | 237 mil. | -343 mil. |
| Puma         | 3,7 mld.   | 14 %/7 %         | 138 mil. | 34 mil.  | -110 mil. |

\*Meziroční růst tržeb v účetní měně / Meziroční růst tržeb bez vlivu měnových kurzů. Údaje jsou v USD. Zdroj: Bloomberg

Z výše uvedené tabulky je patrné, že meziroční nárůst tržeb bez vlivu měnových kurz byl v loňském roce u společností Nike a Adidas shodný (+10 %). Silně rozpínající se Under Armour rostl trojnásobně rychleji a zejména v Severní Americe, která je největším světovým trhem sportovního zboží, tak získává stále větší tržní podíl. Význam důležitosti dominance na US trhu dokazuje rovněž údaj provozního zisku EBITDA u společnosti Nike. Oregonská firma totiž v Severní Americe dosahuje ¾ svého EBITDA zisku, což je v konkrétní výši stále o polovinu více, než dosáhnou ostatní 3 společnosti na celém světě. Nejslabší růst prodeje měla v loňském roce Puma. Výkonnost firmě značně vylepšovalo slabé euro, což ale nelze připočítat k zásluhám společnosti.

Celkový vývoj hospodaření v po-krizových letech naznačuje, že nejsilnější **Nike** roste pravidelně bez známek zaváhání. Německý **Adidas** už tak suverénní není, když zejména v letech 2013 až 2014 se společnosti nedařilo růst a potýkala se s řadou problémů včetně tlaku velkých akcionářů na vysoké členy managementu a odprodej některých značek z portfolia. V loňském roce se však Adidas vrátil na růstovou vlnu a poměrně optimistická jsou i očekávání budoucího vývoje. **Under Armour** roste hospodaření (zatím) pravidelně vysokou rychlostí a rovněž panují mezi analytiky velmi optimistická očekávání z budoucího vývoje. Firma je stále relativně malá ve srovnání s hlavními dvěma hráči na trhu, ale žádná ze zavedených společností nezaznamenala ve svých počátcích tak rychlý růst. Například v ČR se značka postupně dostává do podvědomí zákazníků a v brzké době firma chystá otevřít teprve svou vlastní prodejnu. V hospodářských výsledcích je **Puma** z velké čtyřky nejslabší. Tržní hodnota firmy je stále téměř poloviční, než byla například v roce 2006. V loňském roce opět vypluly na povrch informace o možném prodeji značky z rukou francouzského holdingu Kering, do jehož portfolia patří mimo jiné značky Gucci, Bottega Veneta, či Volcom. Kering drží ve společnosti většinu akcií (86 %) a hospodářské výsledky mu určitě radost nedělají.

Obecně se jedná o fundamentálně zdravé společnosti globálního významu dosahující pravidelného zisku a růstu prodeje. Výkyvy jsou samozřejmě v rámci jednotlivých kvartálů či jednotek let běžné v závislosti na různých dílčích či ekonomických faktorech. V dlouhodobějším měřítku se však jedná o společnosti, které pravidelně rostou a zvyšují svoji hodnotu. Nebudu-li brát v potaz ocenění akcií, tak mi jednoznačně vychází jako nejkvalitnější společnost z velké čtyřky americký **Nike**. Vedle dominance na klíčovém světovém trhu v USA firma dosahuje obdivuhodné provozní ziskovosti, každoročně vysoké volné peněžní toky a velmi solidní čistou hotovost. Nike pravidelně obsazuje vysoké pozice v žebříčcích nejhodnotnějších značek světa, expanduje na rozvojových trzích a rychle reaguje na měnící se trendy. **Adidas** od svého profit warningu v roce 2014 udělal velký kus práce, upravil svoji globální strategii a rovněž začíná mnohem rychleji reagovat na měnící se požadavky zákazníků. Pro Adidas hovoří také dominance ve světově nejrozšířenějším kolektivním sportu fotbalu a i díky dosavadním neúspěchům v zámoří stále velký prostor ukrojit z tamního tržního koláče větší díl. Určitou kaňkou je však provozní ziskovost, která je výrazně slabší, než v případě Nike či Under Armour. Největší růstový potenciál z top4 značek má však jednoznačně **Under Armour**, která i když pravděpodobně zpomalí své tempo, tak bude ještě několik let převyšovat růst svých konkurentů. Firma v poslední době uzavřela několik významných partnerství a jako jediná se může stále ještě chlubit tzv. „neokoukatelností“. Navzdory stále většímu zaostávání za svými konkurenty neřekla **Puma** velmi pravděpodobně ještě poslední slovo. Z uvedené čtyřky se však jeví jednoznačně jako nejslabší společnost, která má co dohánět. Zejména slabé výsledky posledních let, velmi nízké ziskové marže a nejistota kolem majoritního vlastníka, to

jsou základní charakteristiky. V cestě za lepšími zítřky mohou vedle potencionálního nového vlastníka pomoci firmě také důležitá strategická partnerství s úspěšnými sportovci či týmy (Usain Bolt, Arsenal London).

#### Aktuální ocenění na burze

| Společnost   | Cena | PE   | PE_est<br>next 1Y | EV/EBITDA | Cash      | Debt      | Net<br>Debt/<br>EBITDA |
|--------------|------|------|-------------------|-----------|-----------|-----------|------------------------|
| Nike         | 60   | 27,6 | 24,2*             | 19,1      | 6,1 mld   | 2,2 mld   | -0,78                  |
| Adidas       | 104  | 30,8 | 25,9              | 15,2      | 1,66 mld. | 1,98 mld. | 0,20                   |
| Under Armour | 43   | 80,4 | 65,6              | 37,7      | 130 mil.  | 669 mil.  | 1,04                   |
| Puma         | 191  | 76,9 | 50,0              | 16,3      | 452 mil.  | 15 mil.   | -2,29                  |

\*Úroveň PE vůči očekávanému zisku na konci fiskálního roku (06/2017), ostatní (12/2016). Údaje jsou v USD. Zdroj: Bloomberg

Kvalita a hospodaření společnosti je jedna věc, druhá věc je tržní ocenění. Obecně názory na způsob tržního ocenění akcií jsou různé a často velmi subjektivní. Co část trhu vidí na jedné společnosti jako výhodu, další část investorů může klidně považovat za riziko. Obrovský vliv má také časový horizont uvažované investice a požadovaný ziskový potenciál. **Celkově však mohu s chladnou hlavou konstatovat, že ani jeden z lídrů sportovně-oděvního trhu se aktuálně neobchoduje extra levně. Na druhé straně to zároveň svědčí o určité kvalitě společností a potenciálu sektoru jako takového.** Jsem přesvědčen, že zejména pro dlouhodobé investory má investice do těchto společností smysl. V případě dlouhodobého držení bych se osobně vyhnul společnosti Puma, kolem které panuje řada otazníků a nejistot. U ostatních třech společností bych určitě potencionální nákupy rozložil do více fází a s úvodním „buy“ pokynem bych začal až při zajímavější tržní korekci.

**Pokud bych však měl přesto zvolit jednoho favorita, do kterého lze investovat se solidním poměrem risk/zisk i na současných cenových úrovních, zvolil bych americkou společnost Nike.** Akcie Nike se obchodují přibližně kolem historicky průměrných násobků zisků a především technicky se cena dostala na zajímavé úrovni kolem 200denního klouzavého průměru. Při započtení kvality společnosti a dominance na trhu lze za určitých okolností považovat i současnou úroveň za zajímavou k nákupu. Společnost **Puma** jsem vyřadil v podstatě již v předešlém odstavci. Americký dravec **Under Armour** mi je jako značka i firma velmi sympatický a určitě v sobě skrývá obrovský růstový potenciál (myšleno hospodářskými výsledky). Domnívám se však, že právě velká část očekávaného růstu je v ceně akcií již trhem započítána. Rozhodně netvrdím, že současná cenová hladina je vrcholem a titul nemá na burze prostor pro další posílení. Považuji však velmi nepřiměřený poměr potencionálního zisku a ztráty z obchodního hlediska. Prostor pro případné zklamání z pomalejšího tempa expanze vidím mnohem větší, než pro pozitivnější zprávy, které ještě započítány v ceně nejsou. V případě společnosti **Adidas** to vidím sice v menší míře, ale principiálně podobně, jako u Under Armour. Zkrátka kvalitní společnost s růstovými zítřky, přesto ceny kolem 100 eur za akcii již nepovažuji v této době za atraktivní pro zahájení pozice.



Zdroj: Bloomberg