

Callaway Golf

Gesem's Scoring (0-10)

Calidad	Crecimiento	Valoración	Momentum	Nota general
2	7	5	10	6

Índice

ÍNDICE	1
DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO	2
SEGMENTOS Y PRODUCTOS	2
DISEÑO DE PRODUCTOS Y DESARROLLO	3
PRODUCCIÓN Y DISTRIBUCIÓN	3
VENTAS Y MARKETING	4
VENTAJAS COMPETITIVAS	5
REPUTACIÓN	5
OPORTUNIDADES	5
NUEVAS VÍAS DE CRECIMIENTO	5
MEJORA EN SUS MÁRGENES	6
RIESGOS	6
ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD	6
VALORACIÓN DE LA EMPRESA	7
ANÁLISIS DEL MOMENTUM	7
CONCLUSIÓN	7

Descripción del negocio

Callaway Golf es una empresa nacida en California en 1982 y que comenzó sus operaciones diseñando, construyendo y vendiendo palos de golf. Desde entonces la empresa ha cambiado mucho y ahora cuenta con una gran variedad de productos y servicios bajo diferentes marcas. Hoy en día es líder mundial en la fabricación y distribución de todo tipo de artículos de equipamiento y accesorios de golf.

No obstante, la empresa está tratando de diversificar las fuentes de sus ingresos y para ello adquirió en 2017 OGIO, líder en la producción y distribución de artículos de mochilas deportivas y de uso personal; TravisMathew, líder en el diseño y distribución de ropa de golf, así como artículos lifestyle y accesorios; Stargazer Holding, dueña de Jack Wolfskin, una empresa internacional que fabrica ropa para excursiones y actividades en exteriores; y la más reciente fue en octubre de 2020, cuando adquirió Topgolf, una empresa de entretenimiento deportivo.

SEGMENTOS Y PRODUCTOS

EQUIPAMIENTO DE GOLF

La empresa se encarga de diseñar, producir y vender todo tipo de productos relacionados con la práctica deportiva del golf, lo que incluye palos de golf y todo el equipamiento necesario. La empresa trata siempre de estar centrada en la tecnología detrás de todos sus productos y para ello realiza grandes inversiones en investigación y desarrollo año tras año.

Sus productos son aptos para jugadores de todos los niveles y sus palos están fabricados con distintos materiales, ofreciendo así diferentes gamas de productos y para diferentes públicos (amateur o profesional). Además, para el diseño y fabricación de estos palos, la empresa tiene en cuenta las reglas publicadas por la asociación de golf de los Estados Unidos y las autoridades reguladoras.

También se encargan de la producción de bolas de golf donde también tienen diferentes rangos de precios y donde también se tiene muy en cuenta la tecnología detrás de sus productos.

VESTIMENTA

Bajo las marcas de Callaway, TravisMathew, OGIO y Jack Wolfskin, la empresa diseña, fabrica y distribuye un amplio rango de accesorios de golf como mochilas, guantes, cascos, asistentes de práctica y todo tipo de ropa deportiva. Sus productos están disponibles para hombres, mujeres y niños y en todos se busca un producto final de alta calidad donde se combinen perfectamente estilo, comodidad y rendimiento.

Además, sus prendas no solamente atraen a un público que practica golf, sino que, por su buen estilo, atraen también a personas que no tienen relación con el golf, ya que tienen un gran enfoque en el lifestyle y consiguen atraer a un público más joven y que nada tiene que ver con el golf.

Por ahora, seguimos viendo como la gran mayoría de sus ingresos provienen del segmento de equipamiento de golf, siendo en 2019 del 57,6%, muy por debajo del 73,5% en 2018. En 2020 la división de vestimenta sufrió una caída ligera mientras que el segmento de equipamiento siguió creciendo, lo cual provocó que de nuevo el segmento de equipamiento

supusiera el 61,8% de los ingresos totales. No obstante, podemos esperar que el segmento de vestimenta se recupere y poco a poco ambos segmentos vayan convergiendo.

	Years Ended December 31,					
	2020		2019		2018	
	(Dollars in millions)					
Golf Clubs.....	\$ 787.1	49.5 %	\$ 768.3	45.2 %	\$ 717.3	57.7 %
Golf Balls.....	195.6	12.3 %	210.9	12.4 %	195.7	15.7 %
Golf Equipment.....	982.7	61.8 %	979.2	57.6 %	912.9	73.5 %
Apparel.....	349.3	22.0 %	410.7	24.1 %	112.2	9.0 %
Gear, Accessories & Other.....	257.5	16.2 %	311.2	18.3 %	217.7	17.5 %
Apparel, Gear & Other.....	606.8	38.2 %	721.9	42.4 %	329.9	26.5 %
Net sales.....	<u>\$1,589.5</u>	<u>100.0 %</u>	<u>\$1,701.1</u>	<u>100.0 %</u>	<u>\$1,242.8</u>	<u>100.0 %</u>

Fuente: Informe Anual 2020 de Callaway

DISEÑO DE PRODUCTOS Y DESARROLLO

En Callaway tienen muy claro que para mantenerse en el liderato en la venta de equipamientos y vestimenta tienen que contar con los artículos tecnológicamente más avanzados del mercado. Para ello, en los últimos 3 años la empresa ha destinado más de 40 millones de dólares al año en investigación y desarrollo.

A pesar de que pueda parecer una cifra pequeña en comparación con los 1.500 millones de dólares que ingresaron el año pasado, lo cierto es que esta inversión está especialmente centrada en la división de equipamiento, más concretamente en la producción de los palos. Si comparamos las ventas de los palos con la inversión en I+D vemos que destina un 6% de sus ventas. Además, vemos que la empresa ha declarado que tienen intención de seguir manteniendo una inversión en I+D a medida que continúen creciendo.

A la hora de desarrollar nuevas ideas, tratan de coordinar a todos sus departamentos, de forma que llevan a cabo una metodología de trabajo donde el departamento de marketing, el de investigación y el de producción ponen en común sus opiniones. Esta metodología de trabajo es muy típica en empresas de carácter tecnológico, donde todo el mundo trata de aportar sus ideas y donde se contemplan todas las ideas desde el punto de vista de todos los departamentos, escogiendo siempre la óptima para el conjunto de ellos.

Una vez tomada una decisión, la empresa utiliza un software de CAD (diseño asistido por computadora), un software de FEA (análisis de elementos finitos) y unas técnicas de optimización mediante la inteligencia artificial de forma que se maximice el uso de estos dos softwares. Posteriormente, la empresa cuenta con una gran cantidad de equipos de testeo que permite optimizar aún más sus productos. Todo esto ha permitido a la empresa poder desarrollar productos de la más alta calidad con un diseño muy atractivo.

PRODUCCIÓN Y DISTRIBUCIÓN

La principal fábrica de palos de golf de Callaway se encuentra en México, donde fabrica la gran mayoría de ellos. No obstante, también cuenta con fábricas locales en aquellos mercados en los que opera como Japón, Inglaterra o Australia y que satisfacen necesidades específicas de esas regiones en lo que respecta a la personalización de los palos. Este es uno de los puntos en los que la empresa debería centrarse si quiere mejorar sus márgenes. Y es que actualmente, requieren de gran cantidad de capital humano. Sería conveniente

actualizar estas fábricas y hacerlas más productivas, de forma que la empresa pueda escalar sus producciones y reducir sus costes de producción.

Respecto la producción de las bolas de golf, cuentan con una fábrica ubicada en Massachusetts, aunque también cuentan con fabricantes externos ubicados en Taiwán y China que suponen la gran mayoría de su producción – en 2020 el 70% de las bolas se fabricaron fuera de EEUU.

Para la producción de el resto de productos de sus marcas Callaway, OGIO, TravisMathe y Jack Wolfskin utiliza también fabricas externas ubicadas en diferentes países como son: Vietnam, Indonesia, China, Tailandia, Filipinas o Perú.

Este es otro de los aspectos que la empresa debería de contemplar si quiere seguir creciendo, ya que construir sus propias fabricas le permitirá de nuevo aprovechar posibles economías de escala y mejorar sus márgenes.

Sin embargo, realizar estas inversiones es rentable cuando realmente puedes conseguir esas economías de escala ya que el coste unitario por producto va disminuyendo a medida que aumenta la producción. Si la demanda no compensa un aumento suficiente en la producción como para alcanzar esas economías de escala, adquirir una planta de fabricación podría resultar en un aumento en los costes.

Por último, la empresa tiene varios centros de distribución propios situados en los principales mercados en los que opera que los compagina con otros centros subcontratados, de forma que puede ofrecer un mantener siempre sus almacenes abastecidos.

VENTAS Y MARKETING

La empresa vende tanto nacional (en los Estados Unidos) como internacionalmente sus productos a través de la venta directa en tiendas físicas y a través de su página web. En general, la división entre las ventas nacionales y las internacionales está en 50/50, y si no fijamos en las ventas por canal, vemos que la venta directa y la online están también muy bien equilibradas.

Internacionalmente, las ventas provienen de venta directa en sus propias tiendas localizadas principalmente en Europa, Japón, China, Canadá y Australia. El resto de sus ventas se realizan a través de tiendas distribuidoras ubicadas también en más de 50 países. Estas ventas internacionales tienen que soportar un descuento por el coste de exportarlo, de forma que la empresa pueda ofrecer sus productos en todos sus mercados a los mismos precios, por lo que ofrecen menores márgenes.

Nacionalmente, la empresa cuenta con una red de agentes comerciales que ofrecen un servicio especializado de venta y que permite mantener una relación cercana con sus clientes aumentando así las probabilidades de que vuelvan a comprar. Esta relación requiere de llamadas telefónicas y visitas en los hogares por parte de los comerciales, por lo que es un trabajo muy poco productivo y con altos costes.

La parte de venta nacional de palos de golf la tratan de forma diferente, teniendo centros especializados. Estos centros ofrecen un servicio especializado de asesoramiento que permiten encontrar el palo específico para el cliente. Para ello, disponen de algunos centros de rendimiento donde utilizan cámaras de alta velocidad y diferentes dispositivos y

softwares de precisión que permiten encontrar el palo idóneo. La empresa afirma que dar este tipo de servicios que permite mejorar el rendimiento del golf se ve reflejado en un aumento de las ventas y la lealtad de los clientes.

La empresa cuenta también con un programa que permite a los clientes que quieran renovar sus palos entregarlos a la empresa para obtener un descuento en su nuevo palo. Estos palos luego son vendidos online en una página especial de palos de segunda mano. Esto permite ofrecer sus palos por menor precio, acudiendo a aquellos usuarios con menor poder adquisitivo.

Lo que respecta al resto de sus productos, la inmensa mayoría se venden a través de sus páginas web, de forma que estos productos son los que mayores márgenes ofrecen.

Ventajas competitivas

La empresa cuenta únicamente con una ventaja competitiva, su reputación. Esto se debe al tipo de empresa que se trata, ya que es difícil encontrar ventajas de efecto red o de costes de cambio en empresas de venta de este tipo de artículos.

REPUTACIÓN

Tanto la marca Callaway como todas bajo la empresa son mundialmente reconocidas. La calidad de sus artículos, el cache que ofrecen a sus clientes y la experiencia de usuario, son algunos de los motivos por los que la empresa cuenta con una posición de liderazgo dentro del golf.

Esta ventaja, además, está protegida por la filosofía de innovación en la empresa y una metodología de trabajo que permite optimizar las decisiones. El estar buscando siempre nuevos productos, más innovadores y diversificados hace más difícil a los nuevos competidores crecer a costa de Callaway.

Como decía, esta es la única ventaja competitiva que hemos conseguido detectar en la empresa, pero vemos que es una ventaja bien protegida y que le permite mantenerse en el liderato del sector.

Oportunidades

NUEVAS VÍAS DE CRECIMIENTO

Hasta que incorporó sus últimas adquisiciones a su empresa, Callaway debía todo su crecimiento al crecimiento que el sector del golf ofrecía. Estando en una posición de dominio conseguir más cuota de mercado es cada vez más difícil, por lo que dependes plenamente de que el mercado crezca para que la empresa, manteniendo su cuota, crezca.

Por desgracia – y por fortuna como veremos ahora – la práctica deportiva del golf no brilla por sus crecimientos, ya que por un lado no es un deporte que le atraiga a todo el mundo, y por otro es caro de practicar. No es como salir a correr, jugar al fútbol, al tenis o apuntarte a un gimnasio, donde con una pequeña inversión puedes practicarlo.

Para el golf es necesaria una inversión mayor, que no todo el mundo está dispuesto a asumir. Esta es la parte buena de la industria, y es que sus participantes generalmente son gente con gran poder adquisitivo, lo cual le convierte en un deporte resistente a las crisis.

Es por eso que la empresa ha comenzado a crearse sus propias oportunidades de crecimiento gracias a las últimas adquisiciones realizadas. Las empresas TravisMathew y Jack Wolfskin permite acceder a nuevos mercados y aprovecharse del auge que sí que estamos viendo en los deportes de exterior como el senderismo o el montañismo. Por otro lado, la adquisición de Topgolf le permite aprovechar los crecimientos que esta empresa estaba experimentando y que ahora está respalda por Callaway. Esto puede ser un catalizador de sus ventas, ya que ahora será más conocida de lo que era antes.

MEJORA EN SUS MÁRGENES

Las recientes adquisiciones le pueden permitir a la empresa que segmentos con mejores márgenes puedan mejorar los márgenes medios de la compañía. Ya hemos visto que la distribución de las ventas por segmentos comenzó a converger tan pronto se incorporaron las nuevas adquisiciones.

Esto se debe a que los segmentos de vestimenta tienen procesos de fabricación que exigen mucho menos mano de obra y a que su venta se realiza – mayormente – online. Además, al tratarse de ropa especializada tiene un coste superior que no necesariamente va acompañado de un coste de producción mayor, por lo que estos segmentos suelen tener mejores márgenes que el negocio tradicional de palos y pelotas de golf.

Además, en caso de seguir creciendo en estos segmentos, la empresa podría plantearse dar el salto e integrarse verticalmente para producir ellos mismos sus productos del segmento de vestimenta, lo cual podría permitirle mejorar aún más sus márgenes.

Riesgos

La empresa compite en un sector muy estable, con una posición de liderazgo y que está luchando por mantenerse en esa posición a través de la innovación constante y la integración horizontal que le permite acudir a nuevos sub-mercados relacionado con su negocio principal y a otros mercados ajenos al golf.

No obstante, las recientes adquisiciones han llevado la deuda de la empresa a niveles máximos de la compañía, situando la Deuda Neta/EBITDA por encima de 3x mientras que históricamente lo ha mantenido por debajo de 1x. Esto implica que, en el caso de fallar la integración de estas empresas en la compañía, se habrá destruido valor para el accionista.

Análisis de la rentabilidad

La empresa no destaca por sus márgenes ni por sus retornos, se trata de hecho de una empresa que requiere de mucho personal y mucha inversión en marketing para poder desarrollar su actividad, lo cual provoca que, a pesar de mantener un margen bruto amplio (del 40%), sus márgenes van descendiendo drásticamente a medida que vas añadiendo el resto de gastos que la compañía tiene que afrontar.

En concreto, vemos que mantiene un margen operativo que apenas alcanza el 10% en el mejor de los casos y que normalmente oscila entre el 3% y el 8%, y un margen neto también muy reducido. Se espera que estos márgenes permanezcan muy reducidos los próximos años.

Las nuevas adquisiciones, además de acelerar los crecimientos de las ventas de la empresa, están permitiendo diversificar y, tan pronto como consigan integrarse en su negocio, podría traducirse en márgenes más amplios.

Estudiando el endeudamiento de la empresa, los retornos y los márgenes, nuestro scoring nos da una nota muy baja en cuanto a la calidad del negocio, siendo esta del 1,81. Por otro lado, el crecimiento de la empresa es muy superior al de su competencia y nuestro scoring le da una nota de un 7.

Valoración de la empresa

Históricamente, la empresa ha cotiza a múltiplos elevados con respecto a la media del mercado y de su sector. Aunque si bien es cierto que el P/E de la empresa fluctúa mucho, esto se debe a que, al tener márgenes netos tan reducidos, ante cualquier descenso en las ventas, la empresa entra rápidamente en pérdidas.

Sin embargo, si utilizamos el ratio P/Ventas, que no depende tanto de los márgenes, vemos una mayor estabilidad. Utilizando este ratio, la empresa ha cotizado a una media de 1x durante los últimos 20 años. Actualmente, la empresa cuenta con ratio de 3,24x, muy por encima de su media.

Si utilizamos ahora el ratio EV/EBITDA de forma que tenga en cuenta el valor total de la empresa, no únicamente su capitalización, vemos de nuevo que es un ratio mucho más estable, pero que aun en este caso la valoración está excesivamente elevada, situándose en 240x frente a la media de en torno 25x de los últimos 20 años.

Aun teniendo en cuenta los crecimientos que se espera que la empresa obtenga durante los próximos años, estas valoraciones siguen estando por encima de su media histórica en el caso del P/Ventas, pero por debajo de la media en cuanto el EV/EBITDA. Teniendo en cuenta las ventas esperadas para 2023, el ratio P/Ventas al precio actual sería de 1,69x y el EV/EBITDA se sitúa en 17x.

De nuevo, utilizando nuestro scoring, esta vez para valorar la valoración de la empresa, tenemos que, teniendo en cuenta el P/E, el EV/EBITDA, el P/Ventas y el P/Valor en libros, la empresa tiene una nota de un 5.

Análisis del momentum

Finalmente, es importante ver el sentimiento de mercado en torno esta empresa. Teniendo en cuenta el mercado en el que cotiza y el sector en el que opera, que según Bloomberg es el de consumo discrecional, la empresa tiene una tendencia positiva muy fuerte. Vemos que tanto su sector como su mercado no solamente tienen momentum positivo ambos, si no que tienen una mayor fortaleza que la media del mercado. Esto sumado a que la propia empresa también tiene un momentum positivo, nuestro scoring le da una nota de un 10 al momentum de la empresa, dando señal de que tiene un muy buen sentimiento de mercado.

Conclusión

Estamos ante una empresa con un modelo de negocio centrado en el cliente, donde tienen muy en cuenta los detalles y con una gran orientación hacia la innovación. Esto les permite



gozar de una fuerte imagen de marca que además están peleando por mantener, gracias a las inversiones en I+D que realiza la empresa año tras año.

Por desgracia, la industria en la que opera no es una industria que destaque por su crecimiento, aunque si que lo hace por su estabilidad y recurrencia, desmarcándose ligeramente de su sector, el consumo discrecional, en este sentido. Además, las recientes adquisiciones le permiten paliar con este problema de crecimiento que, hasta ahora, ha tenido.

El principal problema que sigue teniendo la empresa son sus muy estrechos márgenes debido a la alta dependencia de personal cualificado, especialmente para su división de palos de golf, una de sus divisiones que más ventas le reporta. En caso de ver un cambio en la empresa en este sentido sería una muy buena noticia para sus inversores.

Según nuestro scoring, la empresa ha obtenido unas notas de:

Calidad	Crecimiento	Valoración	Momentum	Nota general
2	7	5	10	6

Esto, según nuestras ponderaciones, nos da una nota media de la empresa de un 6, muy similar a la nota que obtenemos si aplicamos el mismo scoring a uno de sus principales competidores, Acushnet.