



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Maestría en Finanzas

Trabajo final de Graduación

Valuación de SKECHERS

Autora: Garmendia Ana Paula

DNI: 36.406.045

Director del Trabajo Final: Javier Epstein

Ciudad Autónoma de Buenos Aires - octubre 2019



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Maestría en Finanzas

Trabajo Final de Graduación

Valuación de SKECHERS



Autor: Garmendia Ana Paula

DNI: 36.406.045

Director del Trabajo Final: Javier Epstein

Ciudad Autónoma de Buenos Aires - octubre 2019

Índice

1. Resumen Ejecutivo	3
2. La Compañía.....	4
2.1 Su historia	4
2.2 El negocio	10
2.2.1 Marcas y líneas de producción	15
2.2.2 Comercio Doméstico Mayorista	17
2.2.3 Comercio Global Minorista.....	19
2.2.4 Comercio Internacional Mayorista	23
2.2.5 Estrategia de Marketing	26
3. Industria y Posicionamiento Competitivo.....	29
3.1 Industria del Calzado en Estados Unidos y el mundo.....	29
3.2 Skechers en el mercado	34
3.3 Desempeño en 2018.....	41
3.4 Posicionamiento y expectativas a futuro	43
4. Análisis Financiero.....	44
4.1 Análisis de Ventas	44
4.2 Análisis de Rentabilidad.....	47
4.3 Análisis Crediticio y de Actividad	55
4.4 Análisis de la Industria	60
4.5 Conclusiones.....	62
5. Valuación	63
5.1 Valuación por Flujos de Fondos Descontados	63
5.2 Valuación por Múltiplos.....	69
6. Anexo: cuadros y tablas.	71
7. Bibliografía.....	80

1. Resumen Ejecutivo

El objetivo de este trabajo es presentar un análisis financiero y valuación del capital accionario de **Skechers USA, Inc.**¹, compañía de oferta pública fundada en 1992 que se ha dedicado a la fabricación y comercialización de calzado con un crecimiento líder en la industria y una importante oportunidad para continuar su expansión mundial. La empresa diseña, desarrolla y comercializa más de 3.000 estilos de calzado deportivo y de estilo de vida para hombres, mujeres y niños. Vende sus productos en distintos países de todo el mundo a través de su infraestructura y canales de distribución establecidos en diversas ubicaciones geográficas.

Para la valuación final se tuvo en cuenta su crecimiento a lo largo de los años, el desempeño de la firma en la industria de calzado, su nivel de competitividad, un análisis de la compañía y sus negocios, y las expectativas futuras en términos de expansión y planes de inversión. La metodología elegida fue flujos de fondos descontados y valuación por múltiplos.

Habiendo valuado la firma por ambos métodos ya mencionados, se pudo identificar una posible subvaluación del mercado de acuerdo a las hipótesis utilizadas en este trabajo. A través del descuento de flujos de fondos, se estimó un escenario probable alrededor de los 58 dólares por acción; con un rango entre los 51 y 63 dólares para los escenarios favorables y desfavorables planteados, basados en distintos supuestos de nivel de ventas y márgenes.

La valuación por múltiplos $EV^2/EBITDA^3$ con empresas comparables resulta en un precio por acción de entre 55 y 64 dólares por acción. Quedando el escenario más probable en torno a los 59 dólares por acción.

¹ Con el fin de facilitar la lectura del documento, Skechers USA, Inc. será llamada Skechers

² EV: Enterprise value, valor de la empresa

³ EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization - ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

Al 31 de diciembre de 2018, la compañía reportó 4.642 millones de dólares de ventas, generando ganancias operativas por 438 millones de dólares; estos resultados le permitieron obtener una capitalización de mercado de 3.581 millones de dólares, y un precio por acción de 22,89 dólares.

2. *La Compañía*

2.1 *Su historia*

Skechers USA Inc., cuyas instalaciones principales se encuentran en Manhattan Beach - California, fue fundada por Robert Greenberg; el mismo que participo en la creación de la marca de zapatos LA Gear. En 1992, habiéndose desvinculado de la anterior compañía, Greenberg inició junto con su hijo la empresa de las zapatillas, convirtiéndola, dentro de la industria del calzado, en una de las firmas que tuvo un crecimiento de los más rápidos y exitosos de las últimas décadas.

Los primeros productos distribuidos por Skechers fueron botas al estilo Dr. Martens. El objetivo original era proporcionar a los hombres calzado informal, casual y a la moda, que no esté relacionado al deporte. El fabricante dominante de calzado en ese momento era Nike, pero no ofrecía muchas alternativas de estilo informal por lo que fue un gran aprovechamiento del nicho de mercado.

Ya en el año 1994 fueron capaces de inaugurar su primera tienda y en 1995 se impusieron con el lanzamiento de uno de sus conocidos modelos “Chrome Dome”, tanto para hombres como mujeres, el cual fue todo un éxito. Inspirado en la tendencia de la moda grunge en la década de 1990, el zapato se hizo para parecer desgastado y poco después apareció rayado arriba, lo que era acompañado con un aspecto de que estaban rotos, lavados y con tela de jeans, lo que también fue popular en su momento. Sumado a este lanzamiento, firmaron un acuerdo con Genova Incorporated y Signal/America con el fin de incorporar una línea de ropa para los hombres que ya usaban la línea de calzado, generando esto la posibilidad de expandirse a nivel internacional ya por 1997, comenzado a hacerse notar en Europa y Asia.

En junio del 1999 comenzó a cotizar en el New York Stock Exchange, partiendo con una oferta de 7.000.000 de acciones a 11 dólares cada una. Al 31 de diciembre de 2018, la capitalización de mercado fue de 3.581 millones de dólares, con un valor por acción de 22,89 dólares.

Cuadro 3:



Fuente: Yahoo Finance – Elaboración Propia

Desde entonces, la firma ha demostrado un crecimiento continuo. Se abrieron nuevos locales minoristas en puntos clave de EEUU como New York y Florida; en 2002 inauguró centros de distribución en Europa, comenzando con su participación en los grandes países como Londres, Alemania y Paris.

En 2005 superó los mil millones de dólares de ventas, lo cual contribuyó a que, en los próximos años, 2006 y 2007, haya sido elegida como la compañía del año por “Footwear Plus” Magazine. Los distribuidores reconocieron la capacidad de la firma en ofrecer excelencia en el diseño a través de múltiples marcas, categorías y niveles de distribución. Entre finales de este último año y comienzos del 2008 se trabajó en la expansión del negocio en el territorio chino a través de un joint venture⁴ (Skechers China) con Luen Thai Enterprises, un conglomerado con inversiones en distintas industrias por todo el mundo, seguido de un segundo joint venture con Onwel Group dando lugar a Skechers Hong Kong; con

⁴ Joint Venture: negocio/empresa conjunta

un pronóstico que estimó aumentar el negocio mayorista en gran medida y hasta triplicar las ventas. Los años siguientes transcurrieron junto a nuevas expansiones a nivel mundial, entre ellos México, India, Irlanda; y nuevos contratos ampliando la gama de productos y líneas ofrecidas. Así mismo se iniciaron acuerdos con deportistas profesionales de distintas disciplinas, entre ellos running, baseball y golf, y hasta comenzó con el patrocinio de la Maratón de Houston.

Después de ganar el premio “Empresa del Año 2014” de la revista “Footwear News” y de experimentar un crecimiento en el tercer trimestre del año que se tradujo en los mayores ingresos trimestrales de la empresa en su historia, SKECHERS logró un nuevo hito: la apertura de la milésima tienda minorista. Estos números dejan plasmado el éxito rotundo de la firma a nivel mundial. En 2015, llegó a ocupar el segundo lugar en la industria de calzado deportivo, superando a Adidas, New Balance y Asics.

El 2016 se caracterizó por nuevos Joint Ventures, en esta oportunidad con Israel y Corea del sur, y con la ampliación del centro de distribución de Bélgica en Europa para satisfacer el incremento de demanda, permitiéndoles alcanzar un récord de 3 millones de pares de zapatillas enviados en un mes y 8 millones en el primer trimestre de ese año.



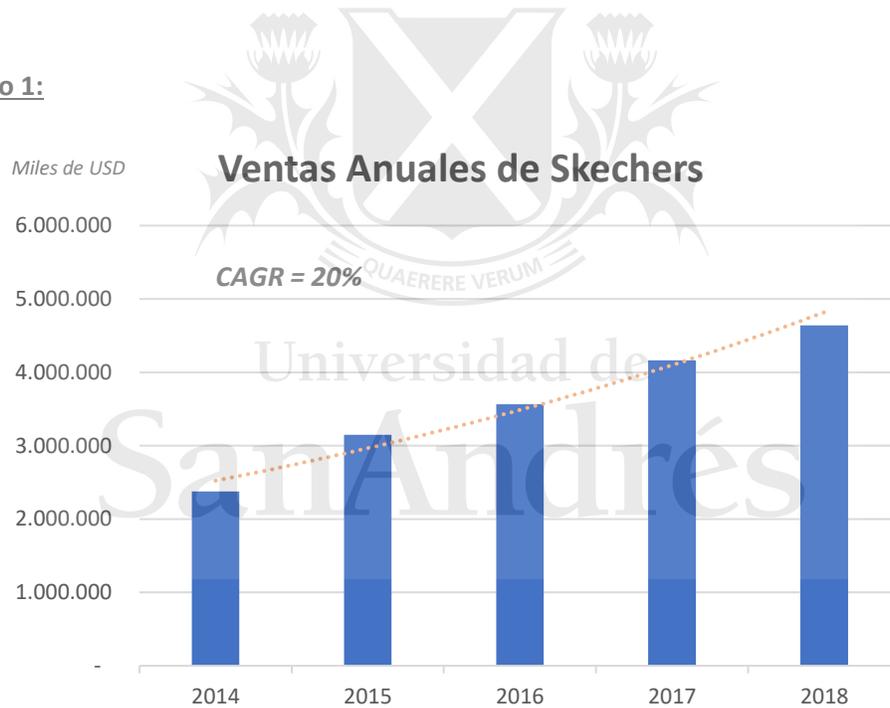
SKECHERS Centro de Distribución en Lieja, Belgica

Considerando que cerró el 2017 con un valor por acción de 37,84 dólares, y por mediados de 2019 ya se acercó a los 33 dólares, la baja demostrada se debió a que resultados trimestrales no acompañaron

los números estimados, sin embargo, no dejan de ser positivos. El crecimiento de ventas del 2017 al 2018 fue del 11%, mientras que el año anterior habían sido de 17%.

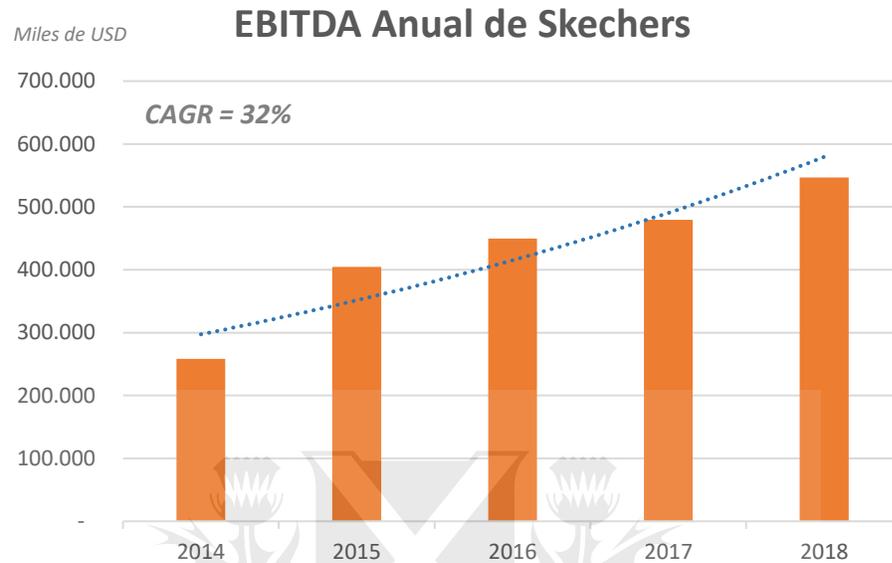
Habiendo incorporado nuevas líneas de productos, incluyendo niños y una gran variedad de alternativas para hombres y mujeres, incrementando la cantidad de locales minoristas y expandiendo el negocio internacional, se pudo ver de forma clara el impacto reflejado en los resultados obtenidos. Al 31 de diciembre de 2018, la firma reporto 4.642 millones de dólares de ventas y 547 millones de dólares de EBITDA, con una tasa de crecimiento promedio anual de 20% y 32% respectivamente, para los últimos 5 años.

Cuadro 1:



Fuente: Estados Financieros de Skechers – Elaboración Propia

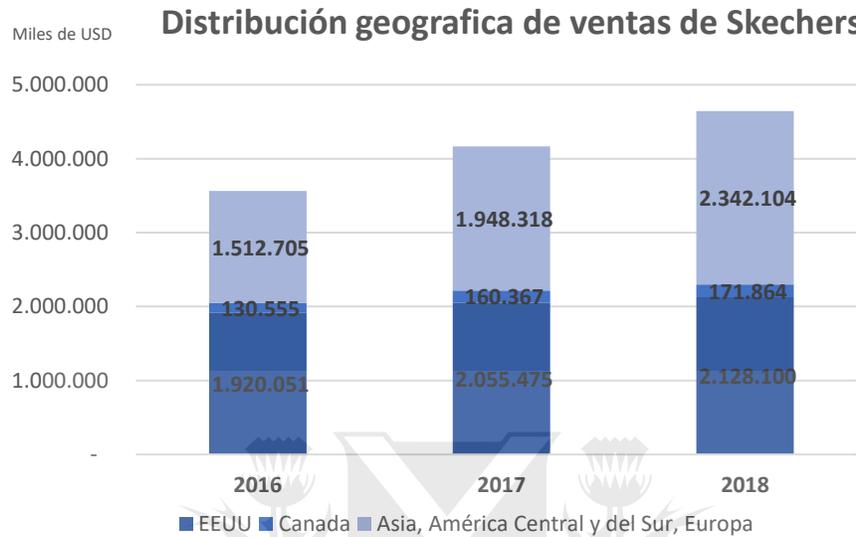
Cuadro 2:



Fuente: Estados Financieros de Skechers – Elaboración Propia

En 2018 se centraron en el crecimiento del negocio electrónico a nivel mundial, mejorando la funcionalidad de sus sitios web en Estados Unidos y China, y lanzando una plataforma de comercio electrónico en la India, a la vez que aumentaron su presencia global en el comercio minorista, que finalizó el año con 2.998 tiendas propiedad de Skechers Company y de terceros. Este año se caracterizó por ventas récord: el primer trimestre de más de mil millones de dólares y, combinado con los números del resto del año, se consiguió un nuevo récord anual de ventas de 4.640 millones de dólares. Este crecimiento fue impulsado por aumentos de dos dígitos en las ventas en cada uno de los negocios internacionales: minoristas, distribuidores, subsidiarias y joint ventures propiedad de la compañía, y por aumentos tanto en los negocios mayoristas como minoristas domésticos. En 2018, también enviaron un número récord de pares desde los centros de distribución a través de Sudamérica, Norteamérica, Japón y Europa, lo que es un testimonio de la fortaleza de sus operaciones globales y de la amplitud de las ventas internacionales, que representaron el 54% del negocio total durante el año.

Cuadro 4:



Fuente: Estados Financieros de Skechers – Elaboración Propia

Actualmente, la firma Skechers emplea a más de 12.500 personas, estando disponible en los Estados Unidos y en más de 170 países y territorios de todo el mundo a través de tiendas departamentales y especializadas, 2.998 tiendas minoristas propiedad de Skechers y de terceros, y los sitios web de comercio electrónico de la empresa. La Compañía maneja sus negocios internacionales a través de una red de distribuidores globales, socios de empresas conjuntas en Asia y el Medio Oriente, y subsidiarias de su propiedad en Canadá, Japón, en toda Europa y América Latina.

Cuadro 5:



Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

2.2 El negocio

El principal objetivo de Skechers USA Inc. es el diseño y producción de calzado fresco e innovador en todas las líneas de productos. Dirigido a los adultos, de alma joven y con estilo, diseñaron la línea de “Lifestyle” para que sea cómoda, moderna y comercializable para el consumidor de entre 12 a 24 años de edad y una selección exclusiva para bebés y niños pequeños. Diseñado por “Skechers Performance”, los productos de rendimiento son para atletas profesionales y recreativos que quieren un calzado técnico de entrenamiento.

La firma es capaz de traducir rápidamente las últimas tendencias de la moda en elegancia, un calzado de calidad a un precio razonable, analizando e interpretando las tendencias actuales y emergentes del estilo de vida. La información sobre los distintos estilos de vida es recopilada y analizada por sus diseñadores de varias maneras, incluyendo la revisión y el análisis de la cultura pop, la ropa y los medios de comunicación que tienen una gran influencia en los distintos estratos sociales; viajando a los mercados de la moda nacional e internacional para identificar y confirmar las tendencias actuales; consultar con clientes de tiendas minoristas y comercio electrónico con el fin de obtener información sobre los

productos que tienen mayor impacto en las ventas al por menor; participando en las principales ferias de calzado para mantenerse al día de las marcas más populares, modas y estilos; y la suscripción a varios servicios de información de moda. Además, un componente clave de su diseño es reinterpretar y desarrollar continuamente los estilos exitosos en las imágenes de sus marcas.

El proceso de diseño del calzado suele comenzar unos nueve meses antes del inicio de la etapa de comercialización de la temporada. Los productos están diseñados y desarrollados principalmente por su personal de diseño interno. Para promover la innovación y la relevancia de la marca, utilizan equipos de diseño dedicados a cada una de las categorías de hombres, mujeres y niños. Además, utilizan empresas de diseño externas para complementar los esfuerzos internos. El proceso de diseño es extremadamente colaborativo, ya que los miembros del equipo de diseño se reúnen frecuentemente con los directores de venta al por menor, comercialización, ventas, producción y abastecimiento para perfeccionar aún más los productos a fin de satisfacer las necesidades particulares del mercado objetivo.

Después de que un equipo de diseño llega a un consenso sobre los temas de moda para la próxima temporada, los diseñadores traducen estos temas en los productos ofrecidos. Estas interpretaciones incluyen variaciones en el color del producto, la estructura de los materiales y los accesorios, que son definidos en conjunto con el departamento de producción. Los planos y especificaciones de los prototipos se crean y se envían a los fabricantes de prototipos de diseño. Una vez creados, son enviados de vuelta para revisión, que incluye hasta una consulta con los principales clientes minoristas. Esto les permite medir la reacción del consumidor a los últimos diseños, y a su vez otorga una oportunidad para fomentar relaciones más profundas y de mayor colaboración con los clientes. En algunas ocasiones, también se piden series de producción limitadas que pueden ser probados inicialmente en los “concept stores⁵”, lo que les da una idea más clara de la fortaleza de estilos particulares y permiten que los equipos de diseño modifiquen y perfeccionen rápidamente los diseños, de ser necesario. Las ventas a través de estos tipos de mercados son evaluadas de cerca, ya que de su éxito o no, depende de la continuidad del producto. De tener buena respuesta por parte de los consumidores, los modelos son incorporados en las próximas

⁵ Concept stores: locales vanguardistas, utilizados para lanzamientos de productos

colecciones. Los números obtenidos en estos análisis preliminares son utilizados para elaborar proyecciones del mercado minorista local y a su vez es analizada junto con los clientes mayoristas. Así es posible contar un inventario suficiente para satisfacer la demanda futura.

Los productos se fabrican en el extranjero, principalmente en fábricas de China y Vietnam, las cuales no son propiedad de la firma, son totalmente independientes. Esto permite a la empresa aumentar la flexibilidad y capacidad de producción, reduciendo inversiones de capital y evitando costos generados por administrar esta etapa de manufactura. En el transcurso de 2018, 5 de los distintos fabricantes representaron el 42% de las compras, demostrando así la continuidad de los contratos y confiabilidad generada a lo largo de los años. En la mayoría de casos, la relación comercial está regida por contratos de compra con tasas de financiación de entre 0,0% y 0,5%, entre 30 y 60 días, dependiendo de la fábrica. Si bien no hay contratos a largo plazo, la experiencia ha demostrado que los vínculos comerciales si son de larga duración. Además, contar con oficinas propias en estos países ha permitido un mejor monitoreo, tanto cualitativo como operativo, desde la elaboración de los prototipos hasta elaboración final de los productos y envío; y la posibilidad de negociar contratos de forma más efectiva. Estas decisiones estratégicas han ayudado a mantener los precios de sus diseños por debajo de los de sus competidores.

Skechers opera a través de tres canales:

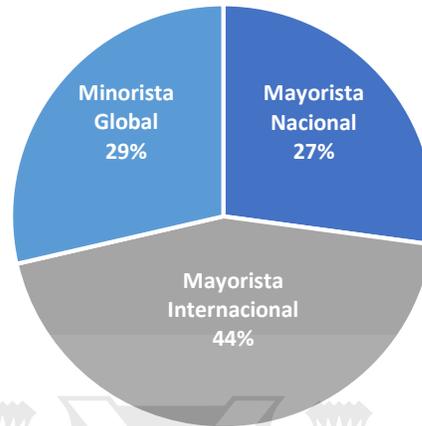
- ventas **domésticas mayoristas**
- ventas **internacionales mayoristas**, representando más de la mitad del negocio a lo largo de todo el mundo, además de las subsidiarias en Asia, Europa, Canadá, América Central y del Sur;
- ventas en comercios **minoristas** (propios y de terceros) **globales**, incluyendo comercio electrónico, a través de tres formatos: “concept stores”, “factory outlet⁶”, y “warehouse outlet stores⁷”.

⁶ Factory outlets: ofrecen productos discontinuos y primera línea directos de fabrica

⁷ Warehouse outlet stores: ofrecen productos discontinuos

Cuadro 6:

Ventas de Skechers en 2018

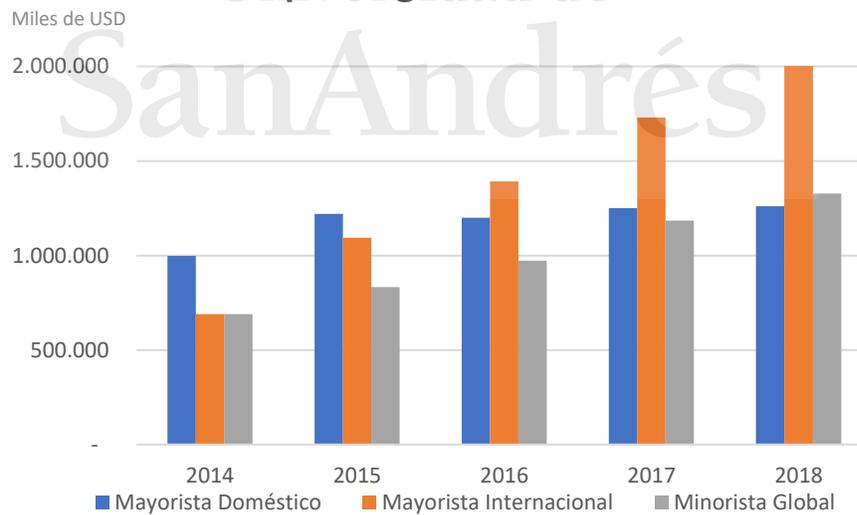


*Ventas totales al 31/12/2018: 4.642 millones de dólares

Fuente: Estados Financieros de Skechers – Elaboración Propia

Cuadro 7:

Ventas por Segmentos de Skechers



Fuente: Estados Financieros de Skechers – Elaboración Propia

Además de contar con los canales de distribución ya mencionados, Skechers tiene presencia en las principales plataformas de comercio electrónico globales, como Amazon, Macys, entre otros. De manera adicional, la firma cuenta con 22 licencias a nivel domésticos e internacional en donde Skechers es el licenciante, potenciando la fabricación, producción y distribución de los productos sin requerir excesivas inversiones de capital propias o incrementos en los costos operativos.

Cuadro 8:



Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

Los productos son enviados desde múltiples instalaciones para maximizar la eficiencia en todo el mundo; en Norteamérica a través de un centro de distribución de 170 metros cuadrados certificado LEED Gold en Rancho Belago, California. En toda Europa a través de una instalación automatizada de unos 120.000 metros cuadrados en Bélgica. También a través de centros estratégicos de distribución regional en Chile, China, Japón, Corea del Sur, Panamá y Perú, tanto propios como de terceros. Y como última opción, de forma directa desde fabricantes tercerizados hacia clientes y centro de distribución no propios, internacionalmente.

Una vez recibida la mercadería en cualquiera de las 4 alternativas, la misma es inspeccionada y registrada en los sistemas de información, y empaquetada y enviada hacia los correspondientes clientes.

Se cuenta con más de 70 oficinas y salas de exposición en todo el mundo. En su sede corporativa en Manhattan Beach, California, diseñan el calzado, desarrollan las campañas de marketing y ejecutan las operaciones globales. Las oficinas en América del Norte, América del Sur, Europa y Asia supervisan las operaciones regionales, llevando a la marca Skechers a casa en países de todo el mundo.

Actualmente, se encuentran trabajando en un proyecto de expansión de la sede corporativa de Skechers, cuya inauguración está prevista para 2022. Diseñados para lograr la certificación LEED Gold, los nuevos edificios duplicarán el espacio de oficinas y salas de exposición de la empresa en Hermosa Beach y Manhattan Beach, California.

2.2.1 Marcas y líneas de producción

La compañía ofrece sus productos a través de distintas líneas y/o marcas, entre los que se pueden diferenciar cuatro principales, “Lifestyle Brand⁸”, “Performance Brand⁹”, “Skechers Kids¹⁰”, y “Skechers Work¹¹”, las cuales a su vez nos ofrecen distintas líneas de productos. Es necesario destacar, que las ventas y costos no son asignados en base a esta diferenciación.

- ***Lifestyle Brand***: esta marca incluye distintas opciones informales de estilo clásico, deportivo (no lo suficientemente técnicas como su línea “Performance” pero aptas para uso diario por personas activas) y opciones exclusivas de temporada, para hombres y mujeres. También incluye líneas modernas diseñadas para la generación “millennials” e “Y”. Y, por último, incluye los productos elaborados bajo la línea “Bobs”, la cual fue creada con fines benéficos. Desde septiembre 2015, hasta agosto 2018, se donó 25 centavos de dólar por cada par vendido, a una organización no gubernamental protectora de perros y gatos de Estados Unidos; llegando a recaudar más de 4 millones de dólares. Actualmente, los beneficios obtenidos por esta línea son donados a organizaciones de caridad del país y el resto del mundo.

⁸ Lifestyle Brands: de estilo de vida.

⁹ Performance Brands: de desempeño.

¹⁰ Skechers Kids: marca para niños.

¹¹ Skechers Work: marca de trabajo industrial.

Dentro de esta línea de producción, podemos encontrar las siguientes alternativas:

- Skechers USA
 - Skechers Sport
 - Skechers Active and Skechers Sport Active
 - Skechers Street
 - BOBs from Skechers
 - Mark Nason
-
- Performance Brands: incluye todas las líneas de la colección “Skechers Performance” de calzado técnico, diseñado con un enfoque profesional para determinadas actividades deportivas y así maximizar el desempeño de los mismos. Para estos productos se utilizan los avances en materiales y diseño innovativo. Entre los deportes que han sido elegidos se encuentran el running, tanto en calle como de aventura o montaña; caminatas (promoviendo un desempeño algo más que exigente), entrenamiento de gimnasio, y golf.

Entre las distintas marcas ofrecidas se encuentran:

- Skechers GOrun
 - Skechers GOwalk
 - Skechers GOrain
 - Skechers GOrail
 - Skechers GOgolf
 - YOU by Skechers
-
- Skechers Kids: esta colección incluye productos para niños y niñas de todas las edades, incluso



bebés. Se caracterizan por tener opciones clásicas y otras con colores vivos y brillantes, que hasta pueden incluir luces. Muchos de los productos son diseñados en base a modelos de adultos, con esta estrategia se busca

permitir a los jóvenes usar los mismos estilos populares de sus compañeros de mayor edad.

- Skechers Work: esta marca incluye productos técnicos, de uso industrial, elaborados en distintos tipos de cuero. Diseñados para suplir las necesidades de calzado de seguridad que muchos tipos de trabajos exigen, ofreciendo durabilidad y hasta resistencia a distintos tipos de líquidos y productos abrasivos.

Asimismo, se ha ampliado la colección con la inclusión de otro tipo de productos que reflejan la imagen y contribuyen con la fidelización de la marca. Entre ellos se pueden encontrar medias, anteojos, remeras, mochilas, entre otros. El objetivo es dar al consumidor la posibilidad de vestir Skechers de la cabeza a los pies.



2.2.2 Comercio Doméstico Mayorista

El negocio mayorista a nivel doméstico es organizado a través de distintos canales de distribución: entre los más grandes se encuentran los “department stores¹²”, y locales especializados; y además se

¹² Department stores: locales donde la mercadería es categorizada y ofrecida en grandes lotes. Ej. Ropa de hombre.

cuenta con locales algo más técnicos en calzado deportivo, clientes mayoristas independientes que operan a través de locales minoristas o internet. Gracias a la variedad de líneas de productos, estilos y precios, estos clientes pueden convivir con sus negocios en una misma área geográfica sin verse perjudicados.

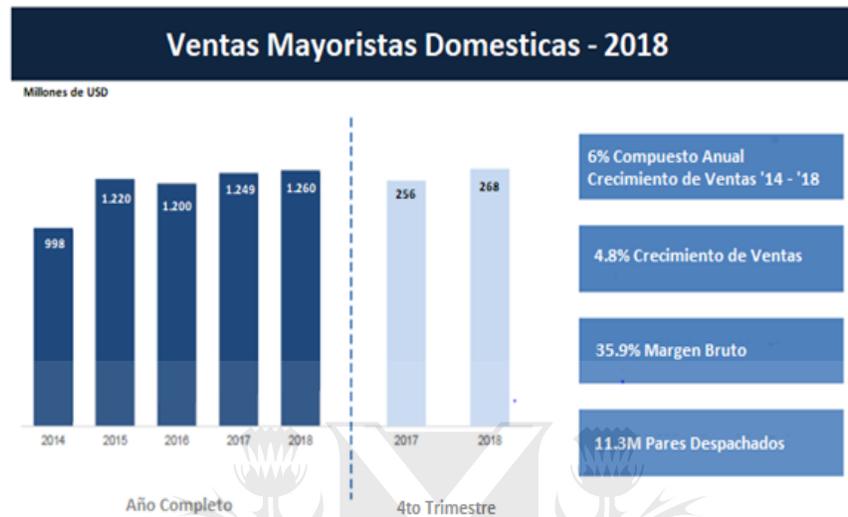


Existe una fuerte participación por parte de la Dirección en las estrategias de distribución, garantizando así la fidelidad de los clientes y la atracción de futuros posibles operaciones. Entre los aspectos a destacar se encuentra el servicio al cliente que sirve de gran respaldo a los comercios minoristas, quienes son los que tratan con los consumidores finales. Con el fin de otorgar un servicio personalizado, las ventas se separan por línea de producto y a su vez cada una es encabezada por un vicepresidente o gerente de ventas nacionales, quienes tienen a cargo ejecutivos de cuentas asignados geográficamente.

Los equipos de marketing tienen contacto directo con los clientes mayoristas, y trabajan en conjunto para asegurar que los productos de merchandising¹³ sean presentados correctamente. A su vez los ejecutivos de ventas están en constante contacto con personal de cuentas y marketing, para asegurar que se compren los estilos apropiados para clientes y tiendas específicas, así como para garantizar que en cada local se mantenga los niveles de inventarios adecuados. Esta información se utiliza poder proyectar las ventas, tanto mayoristas como minoristas, y determinar los tipos de necesidades que surgen día a día.

¹³ Merchandising: palabra comúnmente usada para identificar a artículos que tengan el logo de la compañía.

Cuadro 9:



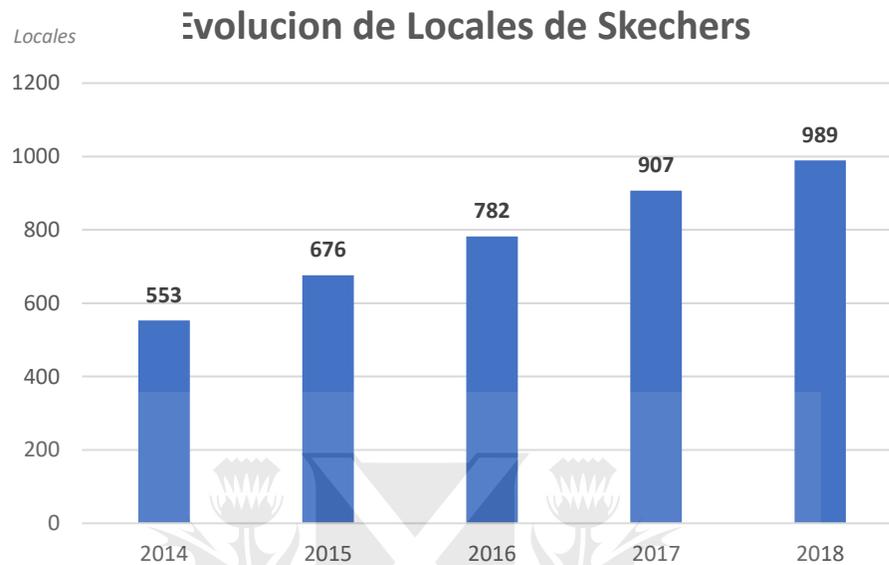
Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

2.2.3 Comercio Global Minorista

La estrategia minorista está plasmada a través de tres formatos que permiten promocionar los productos de una forma innovadora y atractiva: “concept stores”, “factory outlet stores”, y “warehouse outlet stores”. Esta modalidad tiene un gran impacto en los resultados operativos de la empresa, el cual es analizado anualmente o con mayor frecuencia de ser necesario, con este fin se preparan análisis de flujos de fondos para todas las tiendas, con el fin de analizar posibles deficiencias en los activos fijos y mejoras. Si se considera que los activos están deteriorados, el monto que reconocen es la diferencia por el cual el valor en libros del activo excede su valor razonable. Además, calculan las vidas útiles y las amortizaciones o depreciación en base a estimaciones del período durante el cual los activos generarán ingresos o serán utilizados de otra manera.

Al 1 de febrero de 2019, eran de su propiedad y operaban 113 “concept stores”, 170 “factory outlet stores” y 187 “warehouse outlet stores” en los Estados Unidos, y 134 “concept stores”, 78 “factory outlet stores” y 10 “warehouse outlet stores” en todo el mundo. Sus proyecciones para 2019 tienen previstas la apertura de entre 70 y 80 tiendas nuevas.

Cuadro 10:



Fuente: Estados Financieros de Skechers – Elaboración Propia

Las operaciones en tiendas minoristas son complementadas por el negocio electrónico en los Estados Unidos, Canadá, el Reino Unido, Alemania, España, Chile y China, entre otros. Estos mercados virtuales están diseñados para aportar una influencia positiva a la marca, siendo fáciles de acceder y navegar para la selección de productos y su posterior compra. Esta metodología es tan efectiva y eficiente como el comercio presencial, colaborando con mejoras en el servicio al cliente y en los canales de distribución. Le permiten al cliente adquirir sus productos, encontrar locales en cualquier parte del mundo, leer referencias o comentarios sobre experiencias de otras personas, realizar consultas y seguir interiorizándose sobre la marca.

- **Concept stores:** esos tipos de locales se encuentran en las ciudades más metropolitanas y turísticas, y sus tamaños pueden ir desde los 240 metros cuadrados, los típicos de 900 metros cuadrados o hasta 2500 metros cuadrados, dependiendo de la ubicación. Fueron creados con distintos fines; en primer lugar, para ser utilizados en los lanzamientos de productos de temporada y poder así exhibir los de una forma completa, innovadora y distinta a lo armado por los distribuidores o clientes mayoristas. Como segundo punto a destacar, los locales minoristas son utilizadas para potencializar y explotar al máximo las estrategias de marketing. Es por eso que en Estados Unidos se han elegido lugares como Time

Square, 5th Avenue, SOHO, en Nueva York; South Beach en Miami y Las Vegas. A nivel internacional se ha optado por puntos como Princes Street en Edinburgo, Centro Pacifico de Vancouver, Tokyo, entre otros. Y, en tercer lugar, una de las ventajas que otorgan estos tipos de locales, son la posibilidad de testear los productos; de esta forma se pueden probar los productos con los clientes que se presenten y recopilar opiniones y sugerencias por parte de ellos. Esta información es procesada y utilizada por los distintos equipos de diseño, ventas, marketing y hasta producción, permitiéndoles ajustar los inventarios de una forma más eficiente.

- *Factory outlet stores*: estos locales se encuentran generalmente en los centros de ventas directa de las fábricas en Estados Unidos y en algunos mercados internacionales. La particularidad de estos es que ofrecen productos discontinuos o en exceso a consumidores finales; evitando tener que venderlos a precios excesivamente bajos a minoristas y comprometer potencialmente la marca. El tamaño de estos locales va desde los 550 hasta 7.000 metros cuadrados. A diferencia de los “warehouse outlet stores”, estos complementan la variedad de productos con opciones de primera línea que son vendidos a precio minorista completo.

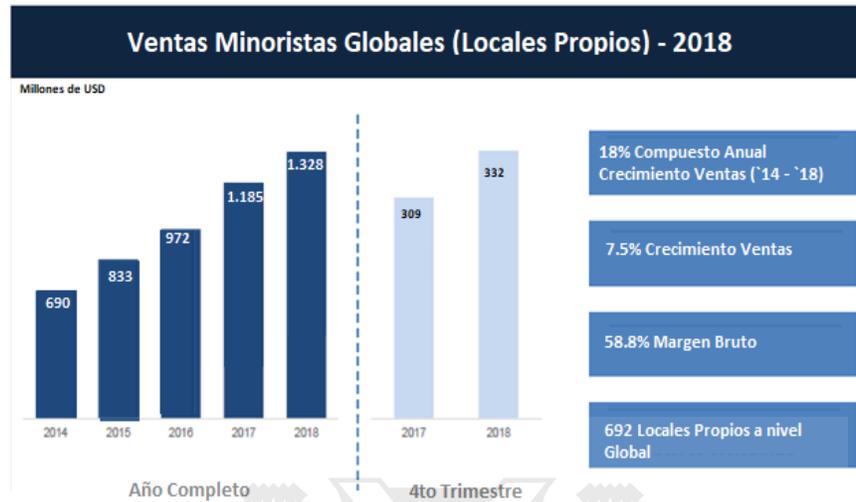
- *Warehouse outlet stores*: mayormente ubicados en Estados Unidos y Canadá, estos locales les permiten liquidar el exceso de mercadería, líneas discontinuas y productos de tamaños especiales, de una forma eficiente a nivel costos. Sus tamaños físicos en general son más grandes que los “factory outlet stores”, van desde los 1.200 a 9.000 metros cuadrados; en su mayoría, se ubican geográficamente cerca de los “concept stores” para optimizar los tiempos de traslado de inventario que se decidió liquidar. Como la opción anterior, permite evitar vender este tipo de mercadería a minoristas a precios excesivamente bajos.

Cuadro 11:

<i>(En unidades)</i>	Cantidad de Locales 31/12/2017	Abiertos en 2018	Cerrados en 2018	Cantidad de Locales 31/12/2018
Tiendas Domesticas				
Concept	117	1	-4	114
Factory Outlet	170	1		171
Warehouse Outlet	162	23		185
<i>Total</i>	449	25	-4	470
Locales Internacionales				
Concept	120	14		134
Factory Outlet	67	11		78
Warehouse Outlet	9	1		10
<i>Total</i>	196	26	0	222
Locales de Joint Ventures				
China Concept	55	21	-13	63
China Factory Outlet	70	12	-14	68
Hong Kong Concept	36	6	-3	39
Hong Concept Outlet	4			4
India Concept	44	13		57
India Outlet	2	2		4
Israel Concept	7	3		10
Israel Outlet		2		2
Corea del Sur Concept	6	4	-5	5
Corea del Sur Outlet	11	11	-5	17
Asia Sudeste Concept	22	1	-2	21
Asia Sudeste Outlet	5	2		7
<i>Total</i>	262	77	-42	297
Total, Domestico, Internacional & JV	907	128	-46	989

Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

Cuadro 12:



Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

2.2.4 Comercio Internacional Mayorista

Los ingresos que tiene la compañía por las operaciones internacionales provienen de 3 tipos de fuentes: de ventas tanto directas a “department stores” y locales especializados minoristas a través de los joint ventures establecidos en Asia y Oriente Medio, como a través de las subsidiarias en América, Europa y Japón. En segundo lugar, se encuentran las ventas a distribuidores extranjeros, quienes son los encargados de la relación comercial con “department stores” y locales especializados de determinados países de Asia, Sudamérica, África, Oriente Medio y Australia. Y, por último, con un menor impacto, se encuentran las regalías de licenciatarios que fabrican y distribuyen los productos fuera de los Estados Unidos.

Siendo este canal de distribución de gran impacto para la empresa, todos los procesos son evaluados en conjunto con este tipo de operaciones; entre ellas, las campañas de marketing son unos de los aspectos claves que se analizan continuamente ya que colaboran con el incremento de ventas y ganancias en los países donde son representados actualmente.

- *Subsidiarias internacionales:* actualmente promocionan, comercializan y distribuyen los productos a través de distintas subsidiarias por todo el mundo. En Europa se destacan Skechers USA Ltd. que opera en Londres, Skechers S.a.r.l. en Suiza y Skechers USA France S.A.S. en París. En Canadá a través de Skechers USA Canadá Inc. En América son representados por Skechers Do Brasil Calçados LTDA en San Paulo, Brasil, Comercializadora Skechers Chile Limitada en Santiago y Skechers Latín América LLC con oficinas en Panamá, pero distribuyendo los productos por varios países sudamericanos, entre los que se encuentran Ecuador, Guatemala, El Salvador, Honduras, Nicaragua y el Caribe. La mercadería vendida en esta región es enviada directamente desde las fábricas de China y Vietnam a los locales minoristas más importantes de ciudades como Santiago, Panamá, Bogotá, Lima y San Paulo.

Otros países que cuentan con la presencia de Skechers son Japón; China, Hong Kong, Malasia, Singapur, India, Israel y Corea del Sur a través de Joint Ventures de ~50% de participación en resultados.

- *Distribuidores y licenciarios:* como tercera alternativa a las ventas directas internacionales a través de subsidiarias o Joint Ventures, Skechers cuenta con más de 22 distribuidores que se encargan de vender los productos a “department stores” y locales especializados del negocio mayorista. Al 31 de diciembre de 2018, la firma contaba con 18 contratos de distribución y 48 licenciarios de 700 centros de distribución y 1.813 locales minoristas de propiedad de estos terceros.

Cuadro 13:

Distribuidores, Licenciarios & Franquiciantes (En unidades)	Cantidad de Locales 31/12/2017	Abiertos en 2018	Cerrados en 2018	Cantidad de Locales 31/12/2018
África Concept	46	8	-9	45
África Outlet		1		1
Asia Concept	754	261	-67	948
Asia Factory Outlet	334	105	-39	400
Australia Concept	60	7		67
Australia Outlet	15	5		20
Central América Concept	7	2		9
Europa Concept	174	75	-43	206
Europa Factory Outlet	15	10		25
Este Medio Concept	148	10	-2	156
Este Medio Factory Outlet	4			4
América del Norte Concept	64	5		69
América del Norte Factory Outlet	17			17
América del Sur Concept	25	4		29
Total	1663	493	-160	1996

Fuente: Estados Financieros de Skechers – Elaboración Propia

Los distribuidores y licenciarios son responsables de las operaciones de sus propios locales, son titulares de sus activos y eligen a discrecionalidad los productos que desean ofrecer. Con el objetivo de mantener una imagen global consistente, se les otorga guías gráficas y materiales para el diseño y acondicionamiento de los locales; y capacitación a los empleados sobre las distintas líneas de productos y cultura de la empresa.

Citando al fundador de la empresa, Weinberg, en la conferencia de resultados financieros del 2018: "Nuestro negocio internacional representa nuestra oportunidad de crecimiento más importante. Para maximizar esa oportunidad en dos áreas clave, recientemente completamos la transición de nuestra empresa conjunta en India a una subsidiaria de propiedad absoluta y llegamos a un acuerdo de principio para establecer una empresa conjunta en México con nuestro actual socio de distribución. Esperamos que estas inversiones estratégicas aumenten nuestras utilidades diluidas por acción en 2019. Además, seguimos invirtiendo en infraestructura: en el cuarto trimestre iniciamos la construcción de nuestro nuevo centro de distribución en China, así como la ampliación de nuestra sede central global en Manhattan Beach en enero. Seguimos enfocados en el crecimiento eficiente y rentable de nuestro negocio para el futuro".

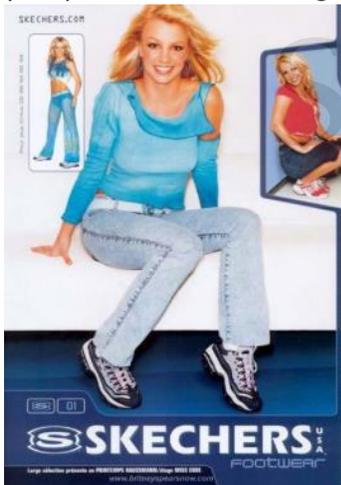
Cuadro 13:



Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

2.2.5 Estrategia de Marketing

Skechers dedica gran parte de su energía creativa y sus ingresos a campañas publicitarias llamativas y muy visibles, una estrategia que ha ayudado a la empresa a crecer en cuestión de años hasta convertirse en un negocio multimillonario. Principalmente, se centra en la publicidad de alto perfil impulsada por celebridades. Cantantes como Britney Spears, Christina Aguilera, The Black-Eyed Peas, actores como Robert Downey Jr, Matt Dilon y personalidades de la televisión como Kim Kardashian han participado en campañas de marketing para la marca.



Con una filosofía de marketing de "Unseen, Untold, Unsold,¹⁴" adoptaron un enfoque de marketing específico para seguir construyendo la marca y posicionar adecuadamente sus diversas líneas dentro del mercado. La alta dirección está directamente involucrada en la creación de la imagen y la concepción,

¹⁴ Unseen, Untold, Unsold: No visto, no mencionado, no vendido.

desarrollo e implementación de actividades de publicidad y marketing. Su plan de tiene un enfoque múltiple: publicidad impresa y televisiva tradicional, apoyada por marketing digital, influenciado por las tendencias, relaciones públicas, medios de comunicación, promociones, eventos externos y celebridades. También consideran los sitios web y las ferias como herramientas de marketing efectivas tanto para los consumidores finales como mayoristas. Históricamente, los costos asociados a este sector han formado parte del presupuesto, como un porcentaje de las ventas proyectadas.

Gran parte del éxito de la empresa ha sido adjudicada a estas estrategias y métodos publicitarios empleados. La mayor parte de su publicidad es ideada por su equipo de diseño interno; estos buscan crear y fomentar la notoriedad de la marca, crear la intención de compra e informar al consumidor sobre nuevas innovaciones y líneas a través de este medio.

Durante 2018, la marca recibió el apoyo de campañas impresas, televisivas, digitales y al aire libre para hombres y mujeres; campañas televisivas y digitales animadas y de acción en vivo para niños; maratones y otros eventos para Skechers Performance y BOBS. Para lograr un mayor reconocimiento, han reclutado a numerosas celebridades, antiguos y actuales atletas y personas de gran influencia en las nuevas generaciones para que participen en sus campañas. Esto no solo ocurre en los Estados Unidos; en distintos países, como Argentina, han elegido personalidades destacadas en el deporte como representantes. Esto contribuye directamente a la difusión de sus productos y nuevas líneas. Una de las alternativas que mejor costo-beneficio tuvo fue la publicidad televisiva, aprovechando la programación de cable y nacional en las temporadas altas de ventas.

A continuación, se listan los distintos tipos de publicidad que la compañía ha empleado:

- *Exterior:* con la idea de aprovechar el alto tráfico, incluye desde quioscos hasta gigantografías, transporte público, cartelera LED, eventos deportivos.



- *Relaciones públicas y personas de influencia de redes sociales:* celebridades, incluyendo sus familias; sitios web, revistas, blogs.
- *Medios de comunicación:* a través de canales en Facebook, Twitter, Instagram, YouTube; inclusive Line en Japón y Weibo en China.
- *Eventos y promociones:* con el fin de promover el comercio minorista en tiendas y online, se han implementado ofertas, eventos de caridad, regalos, entre otros. En 2018 se tuvo participación en caminatas y varias maratones como las de Boston, Los Ángeles, Nueva York, Londres, Paris, Santiago, Houston, triatlones de Aironman en Europa, y hasta asociaciones a través de la línea BOBs con otras organizaciones benéficas de Estados Unidos.



- *Merchandising:* diseñando expositores a ser utilizados en los puntos de ventas por distribuidores y vendedores tanto minoristas como mayoristas. Incluyen señalización, gráficos, pantallas luminosas, tarjetas, banners y otros artículos para cada una de nuestras marcas. El objetivo es replicar el aspecto de cada marca, reforzar la imagen e instar a los consumidores a que ingresen a los locales.
- *Ferias o exposiciones comerciales:* la participación en este tipo de eventos tiene como fin mostrar los diversos productos a los compradores de calzado en los Estados Unidos y Europa y a los

distribuidores de todo el mundo. Algunos eventos en los que suelen participar son: FFANY, The Licensing Show y Outdoor Retailer en los Estados Unidos; MICAM, Gallery e ISPO en Europa, entre otras.

- *Digital*: en 2018, lanzaron campañas de marketing en YouTube, Facebook e Instagram, y campañas digitales en muchos mercados internacionales para que coincidan con los períodos de venta clave. Promocionan y venden sus productos a través de sus sitios de comercio electrónico en los Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Alemania, España, Chile y China, entre otros países, así como a través de sitios que no son de comercio electrónico en muchos otros países. Además, los sitios webs son utilizados para recopilar opiniones y sugerencias a través de las operaciones concretadas.

3. *Industria y Posicionamiento Competitivo*

3.1 *Industria del Calzado en Estados Unidos y el mundo*

El mercado mundial del calzado es una industria multimillonaria. Estados Unidos tiene el mercado de calzado más grande del mundo, con unas ventas aproximadas de 80 mil millones de dólares en 2018. Como parte de la industria de indumentaria y textil, el mercado de calzado se compone de zapatos, zapatillas, calzado de lujo, deportivo y otros artículos relacionados. Los productos se fabrican comúnmente de cuero, textiles y una gama de materiales sintéticos.

El calzado en su forma más pura es una necesidad, proporcionando apoyo y protección a los pies de las diversas superficies sobre las que se camina. Las generaciones anteriores pueden haber sobrevivido con uno o dos pares de zapatos funcionales. Hoy en día, sin embargo, la mayoría de la población tiene una colección de calzado para satisfacer diversos criterios y necesidades: formal, casual, atlético, etc.; hoy en día podemos encontrar una amplia variedad de formas, estilos y tamaños. El calzado también se ha convertido en una forma importante de expresión para muchas personas de todas las profesiones y condiciones sociales, no sólo con un propósito práctico para el usuario, sino que también desempeña un papel importante en la representación de su identidad a través del tipo que eligen. Los consumidores interactúan cada vez más con la ropa y el calzado, y muestran una serie de comportamientos en sus patrones de compra de estos productos. El calzado, junto con las prendas de vestir, han pasado de ser productos sencillos a ser auténticos símbolos de estatus para los consumidores. Las distintas marcas y los

comerciantes minoristas juegan un papel importante en la atención a este mercado y a estas actitudes a través de sus respectivas ofertas y gamas, así como de sus campañas publicitarias.

La venta al por menor de calzado ha cambiado dramáticamente desde el lugar donde se venden los zapatos hasta los estilos y tendencias que los consumidores buscan comprar. Las compañías de calzado invierten decenas de millones de dólares cada año en su gente, tiendas y plataformas para asegurar que entregan zapatos de alta calidad de manera oportuna - de hecho, el calzado tiene una de las cadenas de suministro más robustas del mundo. Los consumidores gastan cantidades significativas de sus ingresos discrecionales en ropa y calzado. En los últimos años, los de tipo deportivo se han puesto de moda y este segmento ha experimentado un fuerte crecimiento en los Estados Unidos y otros países; la disciplina del “running” ha crecido los últimos años colaborando con nuevas necesidades técnicas que deben satisfacerse.

La industria se enfrenta actualmente a retos minoristas como otros sectores: cómo adaptarse a los rápidos cambios de la demanda de los consumidores, desestimar y cómo desarrollar e implementar nuevas estrategias con la misma velocidad con la que se mueve el mercado. En medio de todos los cambios, los minoristas de calzado siguen sobreviviendo gracias al uso de estrategias innovadoras y robustas tanto de forma electrónica como en las tiendas de calzado.

Entre los distintos factores que afectan el desempeño de la industria tenemos el tipo de cambio y los niveles de ingresos. Los movimientos en los tipos de cambio tienen un impacto significativo en la competitividad global de la industria. Una apreciación del dólar estadounidense hace que el calzado importado sea menos costoso y, por lo tanto, más competitivo. Por el contrario, cuando el dólar se deprecia, los productos nacionales se vuelven más atractivos en el mercado internacional. Se espera que el índice ponderado por operaciones disminuya en 2019; sin embargo, su volatilidad general representa una amenaza continua para la industria. Esta rama sólo ha experimentado un crecimiento marginal en los cinco años hasta 2018 inclusive, y se espera que los ingresos aumenten a una tasa anualizada del 0,1% a 2 mil millones de dólares. A pesar de la mejora de las condiciones de la demanda en el mercado descendente, la industria se ha visto limitada debido a la creciente penetración de las importaciones y a la caída de las exportaciones, ambas influenciadas por la apreciación del dólar estadounidense.

La renta disponible desempeña un papel importante en las decisiones de gasto de las personas y los hogares. Si la renta disponible es baja, los consumidores comprarán muchos menos artículos discrecionales. Una disminución de la renta disponible también hace que los consumidores prefieran las importaciones menos costosas al calzado de fabricación nacional, que suele ser más caro. Se espera que la renta disponible per cápita aumente en 2019, lo que representa una oportunidad potencial para la industria. La confianza del consumidor ha aumentado, el desempleo ha bajado y los minoristas están abriendo tiendas, lo que eleva los ingresos por calzado a un nuevo máximo.

Un reporte de 2018 de “The NPD Group”¹⁵ informo que, junto con el crecimiento del consumo de los ciudadanos estadounidenses, el hispano se ha incrementado en gran medida. A medida que los compradores hispanos continúan sintiéndose más seguros con la política de inmigración y con las mejoras de su mercado laboral, reanudan su posición de desaceleración preelectoral, incluso superando el gasto total de los consumidores estadounidenses. Además, su impacto en el negocio electrónico es mayor que los propios americanos, que en mayor medida optan por las compras personales. Es por ello que Skechers, entre sus campañas de marketing y celebridades elegidas no se limita a personalidades nacionales e incorpora personajes que identifiquen a todos los sectores de la población.

Yendo un poco más en detalle, el calzado de caballero está creciendo más que el de dama, pero todas las categorías demostraron un aumento en comparación con las ventas de 2017. El masculino creció 50% con 27 mil millones de dólares en ventas, el femenino 35% con 33 mil millones de dólares en ventas y el infantil 15% con 10 mil millones de dólares en ventas. A nivel de gasto promedio, los millennials representan 2/3 del aumento. Sin embargo, la generación Z (o centennial) está disminuyendo en ventas ya que están gastando dinero en tecnología, comida, viajes y escuela.

En cuanto a las categorías de negocios, las nuevas empresas, las tiendas de calzado de marca y los minoristas centrados en nichos de mercado son los que están experimentando un mayor crecimiento. La actividad y el confort siguen siendo categorías muy populares. De hecho, el ocio deportivo es el

¹⁵ The NPD group: compañía de investigación de mercado de los Estados Unidos

conductor dominante, ya que la tendencia de las zapatillas deportivas va en aumento. No sólo el lugar de trabajo se está volviendo más informal, sino que el ocio es un movimiento de moda cada vez mayor, con ropa de gimnasia que se traduce en un estilo urbano cotidiano. Y por supuesto, la gente anhela comodidad. También hay un aspecto no cíclico en las zapatillas de deporte, lo que las convierte en una opción popular durante todo el año sin importar temporadas climáticas.

Otro aspecto importante a considerar se centra en la sustentabilidad. Los consumidores más jóvenes están más preocupados por la forma en que se fabrica el calzado. En una encuesta hecha, cuando se les preguntó si habían hecho una compra debido a la misión social de la marca, el 27% de los encuestados respondieron que sí, el 34% de los de 18 a 34 años dijeron que sí. Casi el 40% de los millennials dijeron que pagarían más por la sostenibilidad.

El aumento de la demanda de calzado deportivo entre los consumidores conscientes de la salud es uno de los principales factores que impulsan el crecimiento del mercado del calzado. Las largas jornadas de trabajo y los estilos de vida sedentarios provocan problemas de salud crónicos como la diabetes y la obesidad, entre otros. Esto influye en la participación de las personas en diferentes actividades físicas y deportivas. Los grandes eventos deportivos como los Juegos Olímpicos y la FIFA, entre otros, aumentan la demanda de calzado deportivo entre los atletas y los aficionados. Además, los frecuentes desarrollos de productos y el lanzamiento de nuevos productos son los factores que impulsan la demanda de calzado deportivo.

Las siguientes cifras sobre el desempeño de la industria en 2018 en los Estados Unidos, demuestran el impacto en el crecimiento económico:

- 2.500 millones de pares de zapatos importados
- 7,6 pares por persona importados
- 25 millones de pares producidos
- 3.000 millones de dólares pagados en concepto de impuestos a las importaciones
- 83 millones de dólares gastados por los consumidores
- 333.500 trabajos en la industria

Con un crecimiento positivo en 2018, de aproximadamente del 6% respecto el 2017, la industria espera continuar con ese impulso durante 2019. A su vez, siendo la segunda industria más importante dentro de la moda en Estados Unidos, se espera que el mercado crezca por año un 2,3% hasta el 2023.

Entre los distintos desafíos que tienen las empresas para los próximos años, hay tres que se destacan: innovación a través del confort, sustentabilidad y lealtad de consumidores. Si bien la comodidad es un componente clave para el ascenso de la industria del calzado, habrá un enfoque en la función, el uso final del producto y la ayuda a los consumidores a resolver problemas con sus zapatos que no sabían que tenían. La tecnología que proporciona características transpirables, ligeras y lavables estará de moda, por ejemplo, así como la creación de estilos que se usan durante todo el día. “Un calzado más impermeable, apropiado para viajar y que se pueda empaquetar será un indicio de innovación”, opinó Goldstein de “The NPD Group”. Respecto a la sustentabilidad, como ya se ha mencionado, este tema va a seguir siendo relevante. Los clientes buscan empresas que tengan conciencia social y ambiental, y el interés está aumentando con la participación de las nuevas generaciones. Llamar la atención sobre los materiales alternativos y repensar el embalaje será una gran oportunidad para las marcas. Y, por último, como muchas compañías fuera de la moda, los programas de lealtad son importantes para crear exclusividad y compromiso con los consumidores; las marcas de calzado tendrán esto en cuenta aún más este año, con sistemas de beneficios y recompensas que se pondrán en marcha. En cuanto a la personalización y la customización, ayudara a las empresas a seguir creciendo de forma cualitativa y no solo a generar dinero.

Mientras que la política comercial global probablemente captará muchos de los titulares, la transformación en curso del consumidor y el mercado digital es uno de los grandes problemas que afectarán a la industria. Los propietarios de marcas y los minoristas deben seguir invirtiendo en las herramientas, el talento y las habilidades para conectarse eficazmente con el consumidor. Este "nuevo entorno" se está extendiendo al consumidor global en prácticamente todos los mercados, y las marcas globales tendrán que ser ágiles y estar preparadas para aprovechar esta evolución. A su vez, las empresas deberán invertir más en sus empleados actuales y futuros, en lugar de esperar a que estén listos para contribuir o ser contratados cuando los necesite.

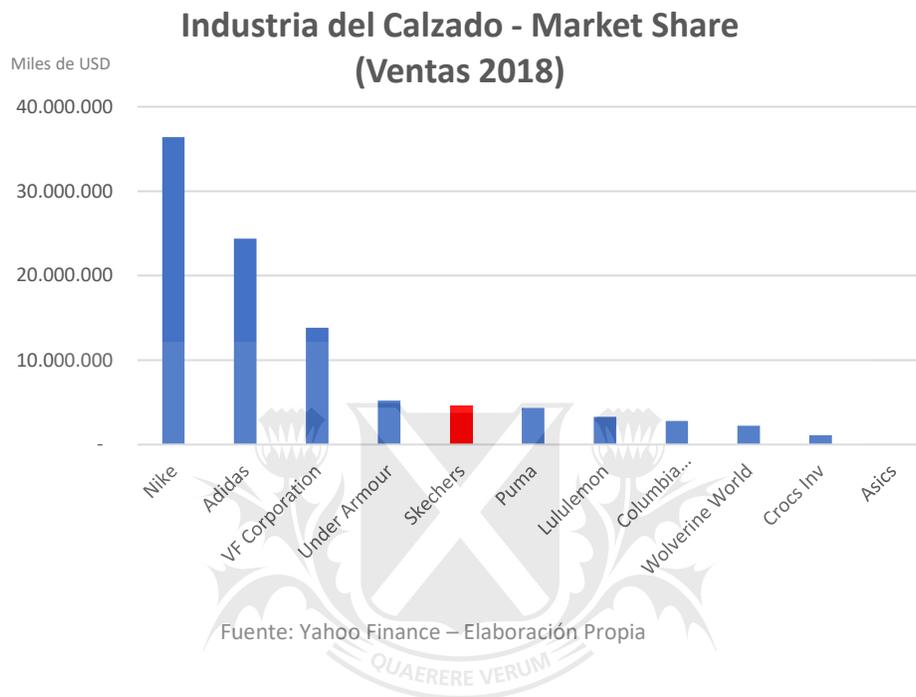
Según la “American Apparel & Footwear Association”, el 41% de la ropa, el 72% de los zapatos y el 84% de los accesorios vendidos en los Estados Unidos provienen de China. Dicho esto, la guerra comercial entre Estados Unidos y China será uno de los eventos económicos de mayor impacto en la industria, un nuevo arancel del 10% se aplicará a las importaciones de origen chino. Las empresas tendrán que trabajar más duro para lograr una mayor diversificación de la producción dentro de sus bases de fábrica y buscar otras prácticas innovadoras para ofrecer el mejor precio/valor al consumidor.

Los principales actores que operan y acompañan a Skechers en el mercado mundial del calzado son Adidas AG, Nike Inc., Bata Limited, Puma SE, Asics Corporation, VF Corporation, New Balance Athletics, Inc., Deichmann SE, The Columbia Sportswear Company, Lululemon, Reebok y Wolverine World Wide, Inc. entre otros.

3.2 Skechers en el mercado

Skechers compete en la industria del calzado de hombres, mujeres y niños; tanto de estilo informal, como deportivo e industrial. Al momento de su lanzamiento al mercado de acciones, las ventas minoristas domésticas estaban formadas por un ~51% de unidades de productos para el género femenino, ~18% en el sector niños, y ~31% de hombres; siendo el precio promedio para sus productos de 29,91; 17,51 y 50,88 dólares, respectivamente.

Cuadro 14:



Ya en esa década el incremento de las operaciones fue de gran importancia; según análisis de mercados hechos en aquel momento, el cambio a nivel social de calzado de vestir a un estilo más informal e incluso, en menor medida, el abandono de las zapatillas deportivas, como vestimenta rutinaria, es resultado de distintos factores. Uno de los puntos destacados fue la incorporación y aceptación de la vestimenta informal o “casual” en los ambientes laborales de oficina, surgiendo así el “Viernes Casual” y hoy en día extendiéndose a todos los días de la semana como código de vestimenta aceptado. Estas nuevas culturas tienen un impacto directo en las decisiones de compra de los clientes, contribuyendo así en el desempeño de firmas de la industria. En segundo lugar, el uso de zapatillas deportivas técnicas ha disminuido para actividades que no requieran desempeño deportivo y se ha optado por un modelo más intermedio, que no pierda el estilo, pero sin tantas atribuciones técnicas necesarias. En tercer lugar, las distintas disciplinas que fueron surgiendo en esa época, colaboraron con el incremento de alternativas necesarias para satisfacer los distintos tipos de demandas.

Otros de los factores que ha contribuido con la industria, es el acelerado crecimiento demográfico, sumado a que a medida que transcurren los años, el rango etario que tiene influencia en las familias

respecto de compras de este tipo se ha incrementado. Es por eso que Skechers prioriza las fuertes campañas de marketing a través de las distintas redes sociales, los adolescentes son un gran nicho de mercado que hay que aprovechar. Esta generación, junto con los jóvenes adultos establecen tendencias de moda que son tenidas en cuenta e imitadas por generaciones mayores.

Si bien la industria del calzado es un ambiente competitivo, considerando la diversidad de las líneas de productos que Skechers posee, no compiten de forma directa total con ninguna empresa. Si lo hacen a nivel categoría o tipo de producto, y dentro de las alternativas que ofrecen los vendedores minoristas que no son exclusivos y abarcan un gran abanico de marcas y opciones.

Dentro de las líneas de calzado informal y utilitario, los principales adversarios son: Columbia Sportswear Company, Converse by Nike, Inc., Deckers Outdoor Corporation, Kenneth Cole Productions Inc., Steven Madden, Ltd., The Timberland Company, V.F. Corporation y Wolverine World Wide, Inc. En lo que respecta al calzado de líneas “performance” y deportivos no tan técnicos, dentro de los competidores se encuentran Nike Inc., Adidas AG, Reebok International Ltd., Puma SE, ASICS America Corporation, New Balance Athletic Shoe Inc. y Under Armour Inc. La intensa competencia entre estas empresas y los rápidos cambios en la tecnología y las preferencias de los consumidores en los mercados de calzado de alto rendimiento, incluida la categoría de fitness para caminar, constituyen importantes factores de riesgo en sus operaciones. La línea de niños compite con el calzado ofrecido por estas compañías y con otras marcas como Stride Rite de Wolverine World Wide, Inc. En diferentes grados, dependiendo de la categoría de producto de que se trate, compiten en función del estilo, precio, calidad, confort y prestigio de la marca, y reconocimiento, entre otros factores.

Estos y otros competidores plantean desafíos a su participación de mercado en los mercados domésticos e internacionales. También la competición actual abarca a numerosos fabricantes, importadores y distribuidores de calzado por el limitado espacio disponible para la exposición de sus productos al consumidor. Además, la disponibilidad general de capacidad de fabricación por contrato permite un fácil acceso a nuevos mercados de los participantes. Sin embargo, algunos de sus competidores son más grandes, han formado parte de la industria por un período de tiempo más largo, tienen un fuerte reconocimiento de marca, tienen capturada una mayor participación en el mercado y/o cuentan con recursos financieros, de distribución, de marketing y de otro tipo sustancialmente mayores

que los de Skechers. Estos aspectos dan unos puntos de incertidumbre a la participación futura de la firma en el mercado, pero la experiencia muestra que han sido lo suficientemente sólidos para mantenerse.

Entre las ventajas competitivas de Skechers, la estrategia de marketing representa una de las grandes fortalezas de la firma, continuamente trabajan en el desarrollo de campañas publicitarias innovadoras, de alta calidad y acorde a las tendencias actuales; teniendo un gran impacto en los resultados financieros de la firma como ya se ha comentado anteriormente.

La industria del calzado está sujeta a cambios rápidos de las preferencias de los consumidores. Considerando la popularidad de la marca, y la aceptación que han logrado a través de las distintas líneas de productos, el mercado impone esta necesidad de identificar e interpretar los cambios de tendencias y nuevas preferencias de manera permanente. Si bien trabajan con proyecciones basadas en operaciones ciertas, la demanda y aceptación de productos, tanto existentes como nuevos, por momentos pasa a ser algo incierta, es por eso que han identificado los 3 factores de mayor relevancia que contribuyen con el análisis de estas tendencias futuras: inversiones en innovación, diseño y desarrollo de los productos; alta calidad de los mismos, y gran cantidad de recursos empleados en estrategias de marketing ya sea para el análisis de tendencias como para seguimiento de las líneas y categorías a la moda. Anticiparse a la demanda y a las preferencias, es uno de los grandes desafíos ya que el proceso productivo comienza varios meses antes. Este aspecto afecta a todas las empresas de la industria, generando periodos de rápido crecimiento sucedidos por decrecimiento, tanto en ventas como ganancias. Un error en la identificación e interpretación de las preferencias de los consumidores podría tener distintas consecuencias, desde excesos de inventario inmovilizado, altos costos de almacenaje de los mismos, campañas de liquidación con mayor frecuencia que lo estipulado hasta reducción de ganancias por ventas, afectando las operaciones y flujos de fondos de manera adversa.

La competencia a la que se enfrenta en algunas líneas de productos de la industria es altamente intensa, y de no ser analizada a tiempo, podría contribuir con la disminución de operaciones y/o clientes. Las principales áreas que deben ser monitoreadas en términos de competitividad son la oferta de productos, precios, costos de producción y los gastos de publicidad y marketing. Algunos de sus competidores tienen recursos financieros, tecnológicos, de ingeniería, fabricación, marketing y distribución significativamente mayores que ellos. Sus mayores capacidades en estas áreas pueden

permitirles soportar mejor las caídas periódicas de la industria, competir de forma más efectiva sobre la base del precio y la producción, mantenerse al día con los rápidos cambios en la tecnología del calzado y desarrollar con mayor rapidez nuevos productos.

Otra de las ventajas que posee la compañía, es la posibilidad de diversificar los resultados operativos a través de las distintas alternativas de productos; permitiéndoles poder cubrir periodos negativos de algún estilo que no haya resultado exitoso y no impactar de forma directa en los resultados de la compañía.

Una de las desventajas competitivas de la firma, se encuentra en la línea de alto rendimiento o “performance”, ya que todavía se identifican percepciones negativas respecto a esta categoría considerando que Skechers ha sido reconocida mayormente por su estilo informal de moda. Considerando este punto, y el aumento de la competencia de este estilo de calzado, se deben contemplar en las proyecciones posibles reducciones de precios, aumento de costos, reducción de márgenes y disminución en la participación del mercado.

Otros de los aspectos que afecta de forma negativa a la empresa, es la incertidumbre del mercado a nivel global. A pesar de observarse una leve mejora, este aspecto afecta de forma directa el consumo discrecional minorista en los mercados de Estados Unidos, impactando consecuentemente, de forma directa en las operaciones de la firma, ya que afecta al consumidor final y al vendedor minorista, que representa uno de sus clientes más relevantes, y también afecta los distribuidores y a las condiciones de pago de las distintas operaciones. Las cuentas por cobrar también podrían verse afectadas, ya que una inestabilidad de mercado podría afectar la capacidad de pago de los distintos clientes. Este aspecto de la actualidad podría tener impacto a nivel operativo y financiero, afectando la posibilidad de incrementar las ventas, incorporar nuevos clientes, lanzar nuevos productos, operar en nuevos locales, aumentar el negocio internacional, y hasta mantener los indicadores de Ganancias/Ventas. Dicho esto, es clave la capacidad de la firma en poder implementar una reducción de costos y analizar otros aspectos operativos, en tiempo y forma. Entre los desafíos a los que se podría enfrentar se encuentran el manejo de la infraestructura, contratación y administración de empleados, administración de niveles de inventarios adecuados, y control o monitoreo de distintos tipos de gastos.

Entre los distintos fenómenos que integran el riesgo de mercado que podría afectar los resultados de la compañía, las fluctuaciones de tasa de interés tienen una gran participación. Al 31 de diciembre de 2018, Skechers reportó 7,2 millones de dólares y 83,8 millones de dólares de deuda de corto y largo plazo respectivamente, ambas sujetas a este tipo de riesgo. Los intereses acordados dependen de fluctuaciones de LIBOR, tasa de interés del Banco Popular de China y tasas preferenciales a nivel local. Con el fin de mitigar el impacto, la firma tiene firmado un contrato SWAP de tasa de interés, para cubrir deuda tomada a nivel doméstico con tasa flotante.

Una de las variables de mercado con mayor impacto en los resultados financieros es el tipo de cambio. Sus variaciones pueden afectar las ventas y ganancias tanto de forma positiva como negativa, generando dificultades al momento de comparar resultados de distintos periodos. Y esto no solo impacta a Skechers, las fluctuaciones de los tipos de cambio también pueden afectar negativamente a empresas independientes que fabrican sus productos, al hacer que sus costos de materias primas o de producción sean más caros y difíciles de financiar, lo que eleva los precios de compra de los productos manufacturados para la firma, sus distribuidores y/o licenciarios. Además, las subsidiarias extranjeras compran productos en dólares estadounidenses, en los cuales el costo de dichos productos variará dependiendo de los tipos de cambio vigente e impacta directamente en los precios cobrados a los consumidores finales. Los distribuidores internacionales también compran los productos en dólares americanos, y al venderlos en la moneda local del país donde se encuentren, se ven afectados por esta variable. Al ser el dólar americano, una moneda más fuerte respecto al resto de alternativas, las ventas en términos monetarios y ganancias se ven reducidas al convertir a dólares y los márgenes se ven impactados de forma negativa al incrementar los costos por el tipo de cambio. La apreciación de la moneda americana, generada por la depreciación de las monedas del resto de países ha generado estos desbalances. Este contexto ha generado que se focalicen en la reducción de costos para poder compensar la suba de precios en el exterior, que disminuye los márgenes a nivel local. Es un gran desafío que la empresa tiene hoy en día, ya que los resultados operativos, posiciones financiera y flujos de fondos dependen de su capacidad por administrar y mitigar este riesgo de tipo de cambio. La empresa se enfrenta a riesgos de mercado en la medida en que los cambios en los tipos de cambio afecten los ingresos, gastos, activos y pasivos de sus subsidiarias extranjeras que no operan en dólares. Además, las variaciones pueden afectar desde el valor de los contratos de compra de inventario, hasta el costo de la mercadería vendida en el futuro. Durante 2017 y 2018 no hubo ningún impacto en costos de inventario; la forma en

que mitigan este riesgo es dolarizando los contratos, afortunadamente no fueron necesarias coberturas con instrumentos financieros.

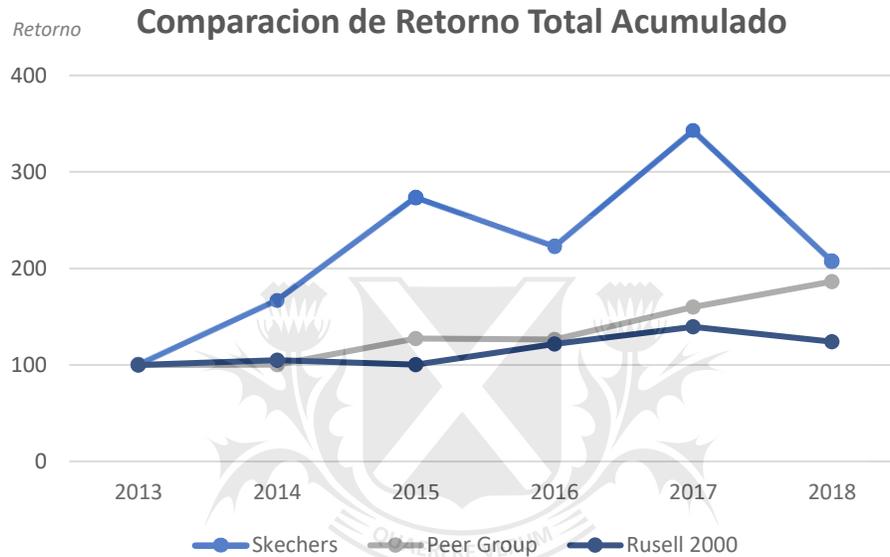
Otro aspecto relevante a destacar es el origen de la mercadería vendida durante el 2018, todas las ventas registradas fueron de productos elaborados fuera de los Estados Unidos, principalmente en China y Vietnam. A su vez, tienen pensado seguir incrementando las ventas a nivel internacional como estrategia de crecimiento. Dicho esto, es importante considerar los distintos riesgos a los que están expuestos producto de este proceso de producción y comercialización; entre ellos se puede identificar: riesgos políticos y sociales, incluido el terrorismo; cambio de condiciones económicas, como aumento de costos laborales; aumentos en costos de materia prima; variaciones de tipo de cambio; huelgas y cortes laborales; problemas energéticos; retrasos en el transporte; pérdida o daño de productos en tránsito; ajustes, eliminación o implementación de derechos, tasas, impuestos, controles y regulaciones de importaciones y exportaciones; cumplimiento de leyes internacionales, cambios en políticas de gobierno doméstico o internacional, entre otros. Si bien no estas variables no han tenido efecto adverso aun, deben ser consideradas al momento de establecer procesos y proyectar resultados. El hecho de que la fabricación este mayormente establecida en China y Vietnam, trae consigo diferentes riesgos propios de esos países, entre ellos desde políticos hasta climáticos, dependiendo la época del año.

En lo que respecta al negocio minorista, el éxito de los “concept stores” y “factory outlet stores” está atado a la ubicación de los mismos y a la concurrencia que estos lugares tengan. En general, se ubican en centros comerciales de renombre y con ubicaciones preferenciales, ya sea de productos de primera línea o centro de locales outlets; sin embargo, el éxito del resto de locales también afecta sus operaciones ya que lo que incrementa la posibilidad de resultados es la cantidad de gente que pueda concurrir a estos lugares y eso se ve afectado por el interés que estos centros comerciales generen en los consumidores. Además, un factor importante es el turismo, si el mismo sufre algún cambio negativo esto podría afectar potencialmente las operaciones de la firma.

Otros riesgos que podrían afectar la actividad diaria y tener impacto en los estados financieros, son los del tipo operativo, entre ellos fallas de sistemas que puedan afectar la logística y distribución de los productos de forma efectiva o hasta ataques cibernéticos; incumplimiento de leyes por parte de

fabricantes o distribuidores, que también podrían afectar la reputación de la firma, y hasta demanda legales que surjan por el curso diario de las operaciones.

Cuadro 15:



Fuente: Reporte Anual Skechers

3.3 Desempeño en 2018

En el transcurso del año, Skechers se focalizo en el desarrollo de sus distintos productos, en el crecimiento de sus cuentas mayoristas a nivel doméstico, en el incremento de su participación en el mercado internacional, en la apertura de locales minoristas en ubicaciones claves a nivel mundial, en el desarrollo de infraestructura global, y en la administración de sus cuentas de los Estados Contables y de Resultados.

Entre los distintos logros, se puede destacar el aumento de márgenes en 160 puntos básicos, productos de mejoras de precios y disminución de costos de marketing. Diferenciando por canal de producción, en el negocio minorista, se dieron de baja varios descuentos y se establecieron precios limitados; en el área mayorista, hubo baja de costos y aumento de precios promedio. Sumadas estas

medidas a la diversidad de opciones y la buena relación precio-calidad e incluso precio-nivel de innovación, hubo récord de ventas en América del Norte, Sur, Europa y Japón.

En lo que respecta al diseño y entrega de nuevos productos; en 2018, se concentraron en renovar sus principales líneas, incluyendo Skechers GO Walk Joy, añadiendo colaboraciones con personajes como Garfield y Grumpy Cat, y hasta incluso la serie anime One Piece, ampliando el alcance a hombres y mujeres a través de la colección Skechers D'Lites. Asimismo, lograron mantener su posición como marca número uno de calzado para caminar, trabajo, estilo de vida informal, y la marca número dos de calzado deportivo casual. En 2018, su objetivo era volver a incrementar las cuentas mayoristas a nivel doméstico mediante la entrega del producto adecuado a los clientes en el momento adecuado, y a su vez encontrar nuevas oportunidades de expansión en nuevas localidades con nuevas líneas de productos recientes.

Creando que las tiendas minoristas son herramientas eficaces para la creación de marcas, continuaron centrándose en expandir la base global de Skechers con la apertura de tiendas minoristas en todo el mundo, tanto propias como de terceros, a través de distribuidores, franquiciados o socios de Joint Ventures. En 2018, abrieron 25 tiendas nacionales y 26 internacionales, todas propiedades de la compañía. Adicionalmente, continuaron expandiendo la base de franquicias con más tiendas de la marca en los países en los que tenían presencia directa al manejar la distribución de los productos.

En el ámbito internacional, continuaron centrándose en el crecimiento de las ventas a clientes de todo el mundo, entregando la mercadería adecuada en el momento adecuado, y ampliando la oferta de productos, así como la base de clientes. A través del joint venture en China, lograron comprar terrenos para construir un nuevo centro de distribución en ese país para apoyar las ventas en la región. Se pudo completar el diseño del edificio, las mejoras y el equipo para esta instalación, y se comenzó la construcción en el cuarto trimestre de 2018. La deuda tomada se destinó casi en su totalidad con estos fines. Según confirmaron en la conferencia, China contribuyó significativamente con ganancias del 21,5% o 27,2% en la rentabilidad del sector internacional, y se espera que siga teniendo un gran impacto en el crecimiento. Además, en el negocio electrónico, las operaciones de este país tienen una participación mayor al 50%. Es por esto que las nuevas medidas económicas del país en conjunto con las tasas impositivas a las importaciones podrían tener un efecto más que relevante en el futuro de la compañía.

Sin dejar de lado la gestión de sus ratios financieros, en el transcurso del año, continuaron centrándose en la gestión del balance general y en llevar los gastos de marketing, y gastos generales y administrativos en línea con las ventas previstas. Además, devolvieron 100 millones de dólares a accionistas, mediante la recompra de 3,7 millones de acciones Clase A.

3.4 Posicionamiento y expectativas a futuro

Durante 2019, Skechers prevé continuar innovando sus líneas de productos de “lifestyle” y “performance” mediante el desarrollo de nuevos estilos y la expansión a nuevas categorías. Esto incluye la ampliación de la colección “heritage” y la oferta de calzado grueso con Skechers D'Lites, Skechers D'Lites. 3.0, Skechers Stamina y Skechers Energy, entre otros. El mercado mundial del calzado es competitivo; sin embargo, aseguran que la demanda de la marca seguirá siendo fuerte a nivel mundial por el nivel de precios que están dispuestos a ofrecer y por la diversidad de estilos que resuenan en los consumidores en todo el mundo. No hay que dejar de lado las estrategias de marketing, incrementando la cantidad de celebridades representantes de la marca. Esperan seguir ampliando demográficamente la base de consumidores, aumentar la participación en las estanterías de terceros y abrir otros 70 u 80 puntos de venta de propiedad de la compañía en todo el mundo.

Respecto a los gastos, Skechers tiene intención de mantenerlos estables como porcentaje de ventas y mantener la proporción ya reportada en 2018. No así con las inversiones de capital, las cuales están previstas en unos 300 millones de dólares aproximadamente, destinadas a la ampliación de los centros de distribución.

Dentro de las inversiones, continuaran con la construcción del nuevo centro de distribución en China para apoyar el negocio en la región, con una fecha prevista de finalización en 2020, y en la ampliación de sus oficinas centrales. En lo que va del 2019, ya compraron la participación minoritaria del Joint Venture en la India que no era de su posesión por 82,5 millones de dólares, lo que hará que se convierta en una subsidiaria de propiedad absoluta. El país del sur de Asia está considerado como uno de los mercados internacionales de más rápido crecimiento y más grandes de Skechers, con 223 tiendas, de las cuales 61 son propiedad de la compañía y el resto son operadas por terceros. La compañía con sede en Manhattan Beach, California, también planea abrir entre 80 y 100 tiendas adicionales este año. En

2019, a su vez, está prevista formar un Joint Venture con su distribuidor en México, sin dejar de lado que también se quiere mejorar el negocio electrónico en China.

En términos generales, el directorio observa una mayor aceptación de la marca a nivel mundial por lo que se estima mantener el crecimiento de los canales nacionales con cifras de un dígito, y las del negocio internacional con cifras de dos. Además, creen que el valor de la acción muestra una subvaluación por el mercado, con lo cual planean continuar con la recompra de acciones.

4. Análisis Financiero

El análisis financiero de Skechers está basado en los ejercicios contables de 2014 a 2018, considerando los distintos segmentos diferenciados. La gerencia evalúa el desempeño del segmento basándose principalmente en las ventas netas y los márgenes brutos; sin embargo, las ventas y los costos no se asignan a líneas de productos específicas, sino que se reportan en conjunto.

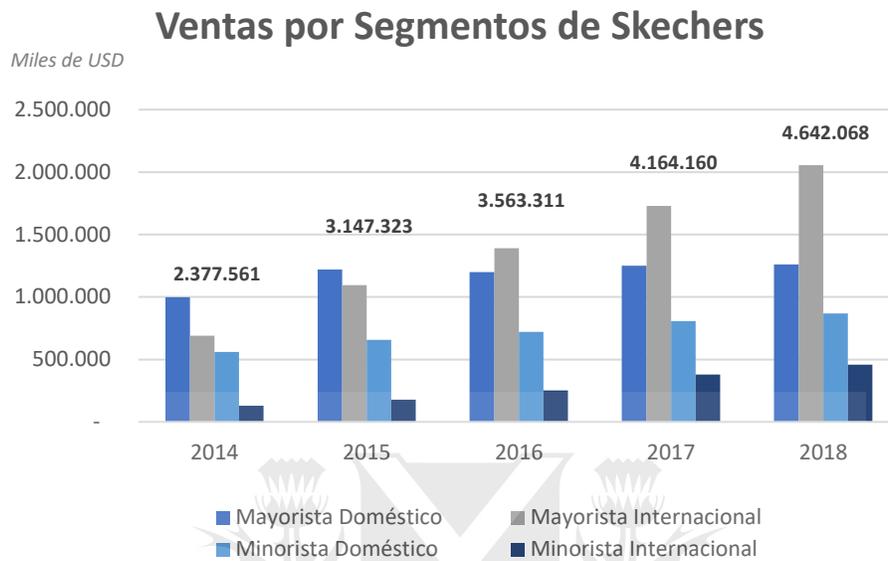
4.1 Análisis de Ventas

Para lograr una comprensión del negocio óptima, se decidió segregar las ventas minoristas en sus dos variantes, domésticas e internacionales, y así poder evaluar el desempeño de la firma de forma más eficiente.

Como se puede identificar a continuación, en los últimos 5 años las ventas de la firma fueron incrementando, y si bien no mantuvieron el mismo porcentaje de variación, hay que destacar que los resultados son más que favorables. Los primeros 2 años presentaron incrementos de en promedio 30%, y los últimos 3 de ~15%.

Las ventas netas para 2018 aumentaron aproximadamente 500 millones de dólares, representando un 11,5%. Este incremento positivo fue generado principalmente por el negocio mayorista internacional y el minorista.

Cuadro 16:



Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

El detalle de las ventas para los distintos segmentos y su variación se puede encontrar en el cuadro 35 del anexo.

Como se puede observar en el gráfico, el mayor impacto en el crecimiento de las ventas lo ha generado el negocio mayorista a nivel internacional; que, si bien está expuesto a los riesgos de mercado representados principalmente por el tipo de cambio, ha liderado las ventas desde el 2016 y se estima que siga siendo el canal con mejores resultados.

Las ventas mayoristas domésticas aumentaron un 0,8%, siendo de 1.260 millones de dólares para 2018 en comparación con los 1.250 millones para 2017. El aumento fue principalmente el resultado de un incremento de 3% en el volumen de ventas por unidad, de 56,5 millones de pares en 2017, a 58 millones en 2018, lo que fue parcialmente compensado por una disminución en el precio de venta promedio por par del 4%, pasando a 21,26 dólares desde 22,11 dólares en 2017. Este aumento fue atribuible a las mayores ventas en las líneas Work, BOBS, Men's U.S.A., Cali, y You. La disminución del precio medio de venta por par en el segmento mayorista doméstico fue principalmente el resultado de venta de productos de forma diversificada.

Las ventas netas del segmento mayorista internacional aumentaron 19%, siendo de 2.055 millones de dólares para 2018, y de 1.730 millones de dólares para 2017. Éstas están representadas por ventas a subsidiarias extranjeras que se encargan del suministro de los “department stores”, “specialty retailers” y distribuidores, que proveen de mercadería a los vendedores minoristas. Las ventas directas de las subsidiarias extranjeras, incluyendo los joint ventures, aumentaron 23% para 2018. Los países que mayor aporte generaron fueron: Reino Unido, Alemania, España, China, India y Singapur. Los incrementos se deben principalmente a ventas de las líneas de deporte para hombres y mujeres, YOU, BOBS y Men's USA. Respecto a los distribuidores, las ventas aumentaron solo un 0,8%, siendo de 333 millones de dólares para 2018, en comparación con las ventas de 330 millones de dólares para 2017; destacándose el negocio en Rusia, Indonesia y Turquía.

En lo que respecta al negocio minorista, las ventas aumentaron un 12% representado por 1.328 millones de dólares para el año finalizado el 31 de diciembre de 2018 respecto a los 1.185 millones de dólares para 2017. El aumento se debió principalmente al aumento de la ratio “same store sales” en un 9%, el cual incluye las divisiones de deporte masculino y femenino, Men's USA, Kids y Work y un incremento neto de 25 tiendas nacionales y 26 internacionales en comparación con 2017. Para fines de 2018, las ventas minoristas domésticas, las cuales incluyen el comercio electrónico, se incrementaron un 7,7% en comparación con 2017, lo que se atribuye principalmente a un mayor número de tiendas y a una tasa de crecimiento positivo de la ratio “same store sales” del 6,5%. A su vez, las ventas en tiendas minoristas internacionales se incrementaron 21% en comparación con 2017, lo cual fue atribuible a un aumento del número de tiendas y a un incremento del “same store sales” del 15,5%.

Es necesario aclarar que para la determinación de la ratio “same store sales”, las ventas electrónicas de sitios web propios son incluidas. A su vez, los locales deben haber operado por más de 13 meses. Este criterio de cálculo aplicado por Skechers, puede no coincidir con el utilizado por otras firmas de la industria.

Las ventas de calzado han generado cierta estacionalidad, teniendo mayor impacto a nivel doméstico en el segundo y tercer trimestre, por la temporada de verano en Estados Unidos, en la que se preparan para ir a clases los jóvenes. Teniendo en cuenta que los despachos de mercadería se dan en

junio, julio y agosto; retrasos, cancelaciones o reprogramación de pedidos de mayoristas, afectan directamente los resultados de estos dos trimestres.

Durante 2018, abrieron 1 “concept store”, 1 “factory outlet store” y 23 “warehouse outlet sores” nacionales; y 14 “concept stores”, 11 “factory outlet store” y 1 “warehouse outlet sores” internacional. Asimismo, cerraron 4 “concept stores” nacionales.

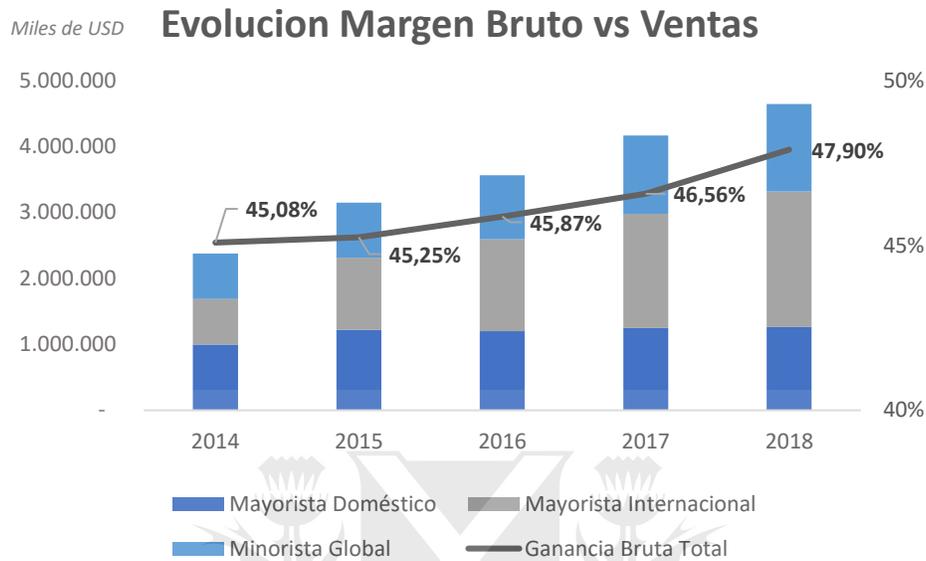
Al 15 de febrero de 2019, tenían 470 tiendas minoristas nacionales y 222 tiendas minoristas internacionales, y estiman abrir aproximadamente entre 70 y 80 tiendas nuevas en lo que resta de corriente año, sumándole a estas entre 20 y 30 que se estiman abrir en India, producto de la compra de participación minoritaria en el joint venture establecido.

4.2 Análisis de Rentabilidad

Como primera observación, se puede notar como los márgenes brutos¹⁶ han acompañado el crecimiento de las ventas. La utilidad bruta para 2018 aumentó 284.6 millones de dólares, representando una variación del 15%, considerando que en 2017 se reportaron 1.939 millones de dólares.

¹⁶ Margen Bruto = Ganancia Bruta / Ventas

Cuadro 17:

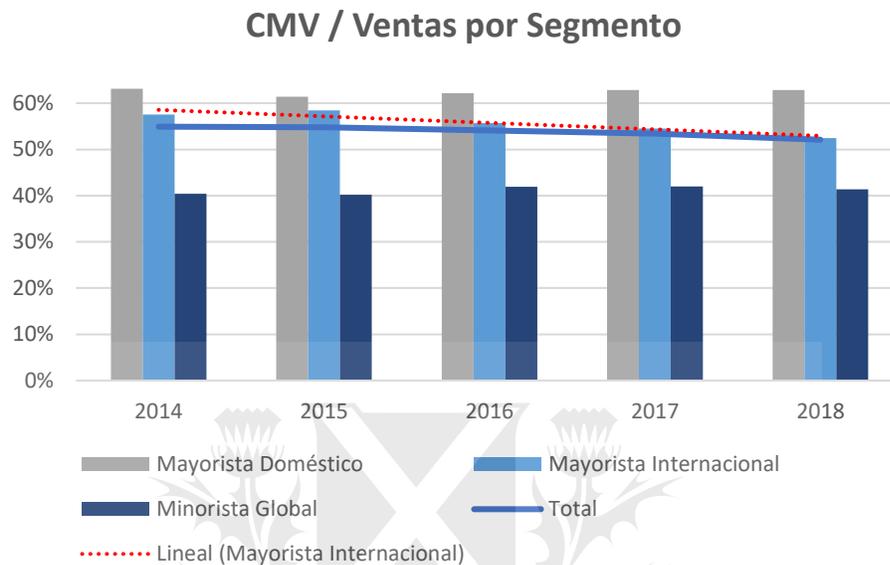


Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

Teniendo en cuenta que las ventas para este periodo variaron en un 11%, se podría decir que la reducción de costos ha sido clave para este periodo, los cuales crecieron en un 9%, pero términos de ventas representan 100 puntos básicos menos. Es necesario remarcar que Skechers, en términos de costos de la mercadería vendida, solo incluye costo de compra a fabricantes, transporte, derechos, corredores y almacenaje. A diferencia de otras empresas que podrían incluirlo en los costos de venta, los gastos relacionados a la cadena de distribución, se incluyen en gastos generales y administrativos, una de las causas de la alta rentabilidad operativa que se reporta.

En el siguiente grafico se puede identificar la contribución del negocio internacional también en la reducción de los costos, pasando de representar un 58% en 2014 a un 52% en 2018, respecto de las ventas.

Cuadro 18:



Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

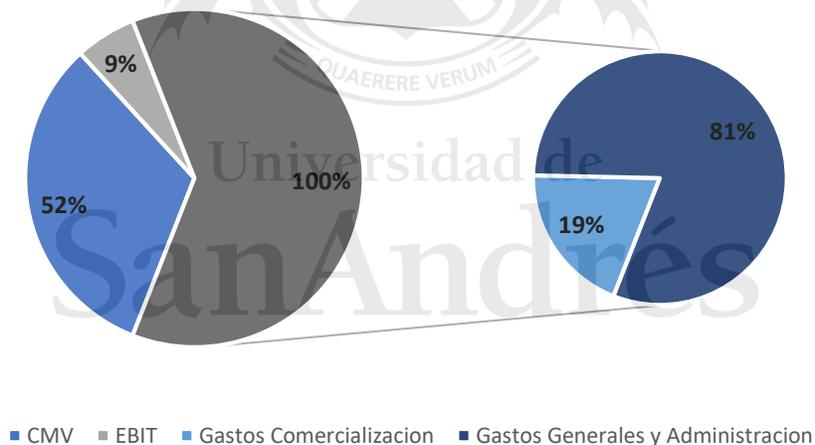
Los gastos de comercialización incluyen representantes, comisiones, publicidad y propaganda por los distintos medios, ferias comerciales, y costos de puntos de ventas. Como porcentaje de las ventas netas, los gastos de comercialización fueron de 7,5% y 8% para 2018 y 2017, respectivamente. El aumento en los gastos de venta fue principalmente el resultado de un aumento en los gastos de publicidad de 17,6 millones de dólares y un aumento en las comisiones de ventas de 3,9 millones de dólares debido al aumento en las ventas a nivel mundial. Sin embargo, en terminas de ventas, el impacto ha sido menor en el año analizado.

En segundo lugar, se encuentran los gastos generales y administrativos, que incluyen salarios, jornales y sus respectivos impuestos, costos indirectos o generales asociados a los miembros de la empresa, compensaciones, operaciones minoristas tanto domésticas como internacionales, costos de las operaciones no relacionados a ventas; costos y gastos relacionados a la red de distribución de los centros de California, Europa y otros, gastos por asesoría legal y contable, seguros, depreciación y amortización, deterioro de activos, entre otros. Estos aumentaron en un 17%, siendo de 1.456 millones de dólares para 2018. Como porcentaje de las ventas, los gastos generales y administrativos fueron de 31% y 30% para

2018 y 2017, respectivamente. El aumento de los mismos se atribuyó principalmente a 99.9 millones de dólares relacionados con el soporte a las operaciones internacionales en China, Japón, Corea del Sur y América Latina; el aumento de los costos operativos de las tiendas de 52.7 millones de dólares, atribuible principalmente a un aumento de 47 tiendas y un aumento de los gastos generales y administrativos mayoristas nacionales de 58 millones de dólares debido principalmente al aumento de los costos de distribución por 30 millones de dólares. Además, los gastos relacionados con la red de distribución, incluyendo las operaciones de compra, recepción, inspección, asignación, almacenamiento y empaque de los productos fue de 249.6 millones de dólares para 2018, comparado con los 19.6 millones de dólares para 2017.

Cuadro 19:

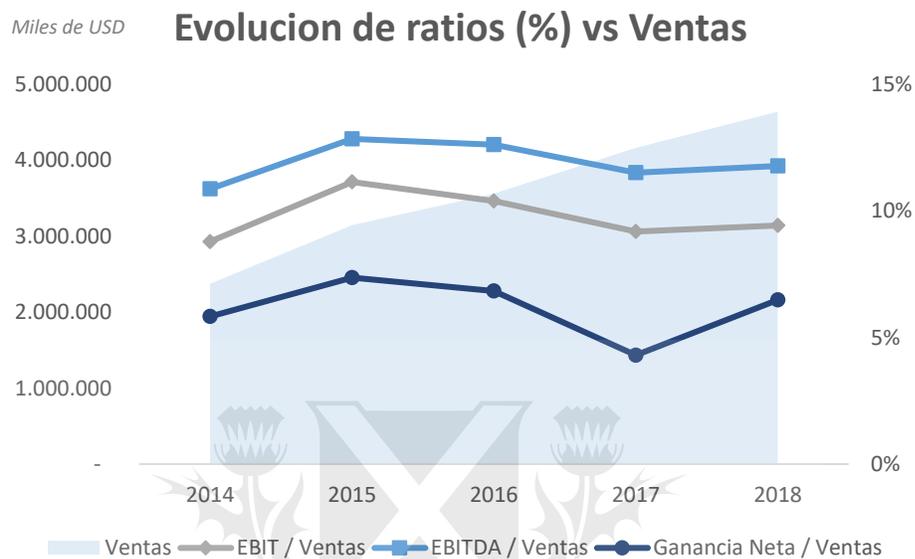
Impacto de CMV y Gastos en Ventas (%)



Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

A continuación, se puede ver de forma gráfica la evolución de distintas ratios que representan la evolución de la firma sin tener en cuenta la discrecionalidad de la empresa al momento de reportar algunas variables. Se puede notar que los resultados se mantuvieron los últimos dos años, pero a su vez fueron menores a los periodos 2015 y 2016. En 2017, el impacto del impuesto a las ganancias y de los gastos de administrativos y comercialización (por incremento de ventas internacionales, incremento de publicidad, etc.) hizo que la ganancia neta sea 4,3%, y en 2018 ya paso a ser del 6,5%.

Cuadro 19:



La tasa impositiva anualizada y las provisiones de impuestos a las ganancias a pagar se basan en proyecciones de resultados operativos nacionales e internacionales para el año, los cuales se revisan y evalúan en función de los resultados de las operaciones al final de cada trimestre, y es altamente sensible a las fluctuaciones de las ganancias internacionales proyectadas. La provisión del 2018 se calculó utilizando la tasa de impuesto sobre la renta aplicable para cada jurisdicción sobre las utilidades o pérdidas, antes de impuestos en cada jurisdicción. La tasa de impuesto efectiva se calcula dividiendo el impuesto a pagar por las utilidades o pérdidas antes de impuestos.

Para 2018, la tasa impositiva efectiva fue más baja que la tasa legal combinada federal y estatal de los Estados Unidos de aproximadamente el 26%, principalmente debido a los beneficios de las operaciones extranjeras en jurisdicciones que imponen tipos impositivos más bajos sobre los beneficios de las empresas o que no tienen ingresos corporativos impuesto.

Segregando el impacto de la rentabilidad en las tres líneas de distribución ya mencionadas, y considerando que la firma no diferencia los gastos por segmentos, se puede ver cómo el área que mayor

rentabilidad operativa generó fue el sector mayorista a nivel internacional. De los 2.223 millones de dólares generados, casi 1.000 millones de dólares fueron propios de este sector.

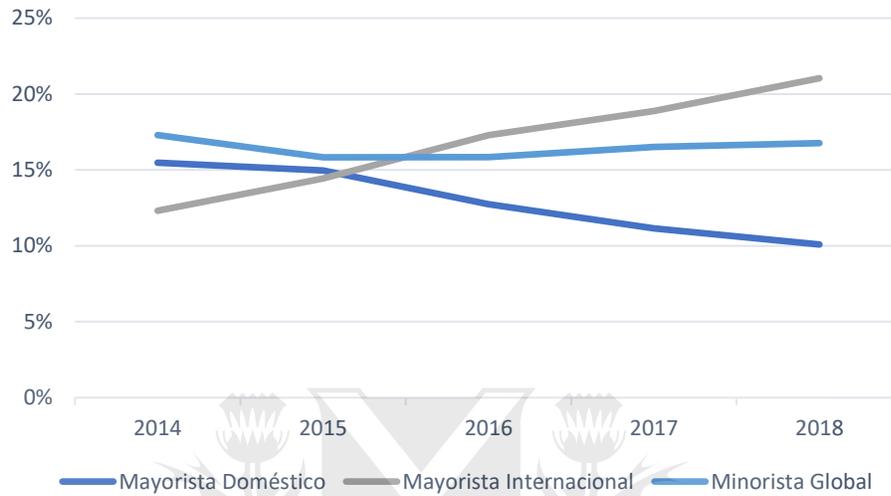
La utilidad bruta en el segmento mayorista doméstico aumentó 3.7 millones de dólares, o 0,8%, a 468.3 millones de dólares para 2018, lo cual fue atribuible a un aumento en los pares vendidos del 3%. Los márgenes brutos mayoristas domésticos fueron del 37,2% en 2018 y 2017.

La utilidad bruta de del segmento minorista aumentó 91 millones de dólares, o 13%, llegando a 779 millones de dólares en 2018. Los márgenes brutos de todas las tiendas fueron del 59% en 2018, frente al 58% en 2017, para las tiendas nacionales fueron de 61% para 2018, frente al 60% para 2017 y en las tiendas internacionales fueron del 54% tanto para 2018, como para 2017. El aumento en los márgenes minoristas domésticos se debió a los mayores precios promedio de venta y a los menores costos promedio de los productos.

Y finalmente, la utilidad bruta del segmento mayorista internacional aumentó 190 millones de dólares, representando un 24%, incrementando de 786,7 millones de dólares en 2017 a 976,7 millones de dólares en 2018. Los márgenes brutos del segmento mayorista internacional fueron del 48% en 2018, frente al 46% en 2017; para las ventas internacionales directas de subsidiarias, incluyendo los joint ventures, fueron de 52% en 2018, en comparación con 50% en 2017. El aumento en los márgenes brutos de del segmento mayorista internacional y de las ventas internacionales directas de subsidiarias se debió principalmente a una mayor diversidad de ventas de productos con mayores márgenes brutos. Los márgenes brutos para las ventas de los distribuidores internacionales fueron del 26% en 2018, en comparación con el 26% de 2017.

Cuadro 20:

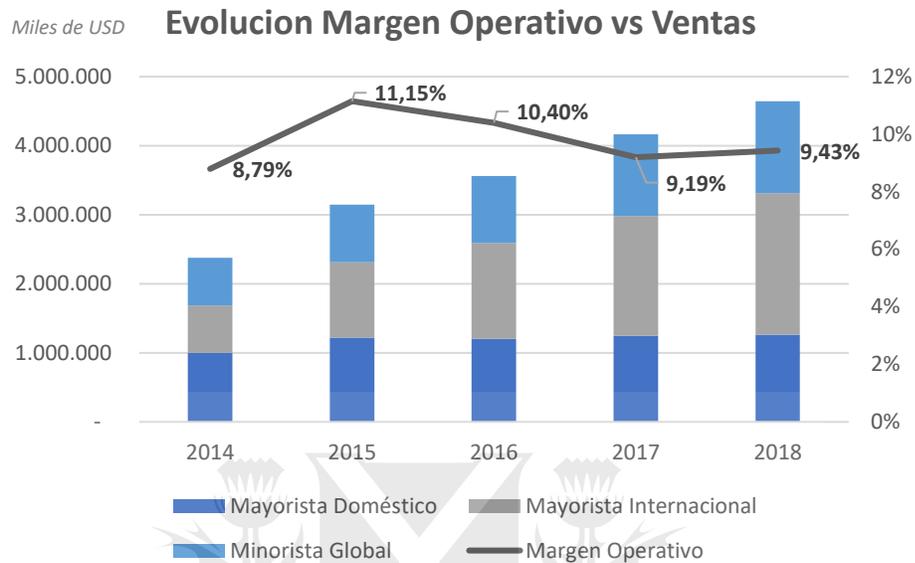
Evolucion de Margen Bruto p/Segmento



Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

Habiendo expuesto el comportamiento de los márgenes brutos y notando como el crecimiento de un sector compensa la baja en el otro, a continuación, se puede notar que los márgenes operativos (EBIT/Ventas), si bien muestran una suba importante en 2015 por una disminución de costos, el porcentaje volvió a bajar a niveles cercanos a 9% y nuevamente están volviendo a incrementarse en vista de las expectativas del negocio internacional.

Cuadro 21:

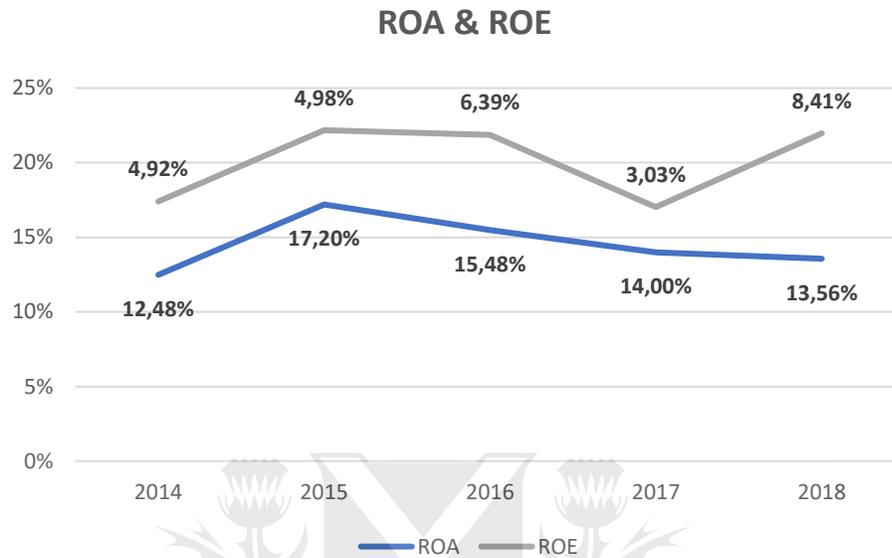


Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

En términos de retorno sobre Activos (ROA) y sobre el Patrimonio Neto (ROE), se puede identificar el impacto del impuesto a las ganancias en el 2017 que generó una disminución de la Ganancia Neta, afectando de forma directa la rentabilidad, medida en función de los activos totales y de los accionistas. Un pago único de 1 millón de dólares en concepto de impuesto de transición por las nuevas leyes vigentes, generó aumento de la variable impositiva.

Excluyendo ese aspecto impositivo, se puede ver que los ratios siguen el comportamiento de los índices operativos y descriptos.

Cuadro 22:



Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

Otro aspecto, que tuvo impacto en los retornos fue la pérdida por transacciones en moneda extranjera para 2018 fue de 9,2 millones de dólares, comparada con una ganancia de 6,3 millones de dólares en 2017. Esta mayor pérdida por cambio de moneda extranjera se debió principalmente al impacto de un dólar estadounidense más fuerte en los saldos entre compañías en las subsidiarias extranjeras.

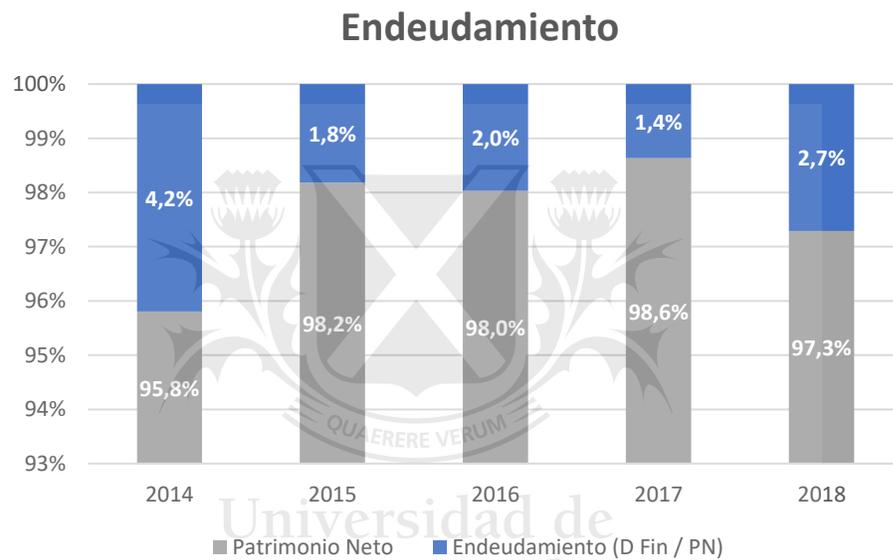
4.3 Análisis Crediticio y de Actividad

Al cierre del periodo reportado, la deuda financiera pendiente de corto y largo plazo está formada por 97 millones de dólares, de los cuales 65,4 millones están relacionados a préstamos para los centros de distribución y el resto a operaciones domésticas; la misma representa un ~3% tanto sobre los activos y el Patrimonio medido a valores de mercado. A su vez se puede notar que con el correr de los años y hasta 2018, hubo una clara disminución de este tipo de financiación, la cual se volvió a incrementar con la negociación de contratos con el fin de ampliar los centros de distribución extranjeros.

Cuadro 23:

Ratios Crediticios	2014	2015	2016	2017	2018
Endeudamiento (DFin/PN)	4,2%	1,8%	2,0%	1,4%	2,7%
Apalancamiento (DFin/Activos)	7,1%	4,1%	3,1%	3,0%	3,0%
Cobertura de Intereses (EBITDA/Int. Fin)	21	38	72	72	94

Cuadro 24:



Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

A continuación, podemos ver como se estructura la deuda al 2018 y los distintos acuerdos vigentes:

Cuadro 25:

<i>Deuda no Corriente al 31/12/2018 (miles de dólares)</i>	
Deuda Financiera con bancos, c/cuotas mensuales (incluyendo intereses) Tasa variable anual 4,52% - Bullet ¹⁷ - Vence 08/2020	65.149
Deuda con empresa integrante de Joint Venture Luen Thai Enterprise, c/cuotas mensuales (incluyendo intereses) Tasa fija anual 5,24% - Bullet - Vence 01/2021	5.800
Deuda con TCF Equipment Finance, c/cuotas mensuales (incluyendo intereses) Tasa fija anual 5,24% - Bullet - Vence 07/2019	210
Deuda Financiera con banco Tasa variable anual 4.28% - Vence 09/2023	18.626
	89.785
Cuotas Corrientes	(1.666)
Total, Deuda no Corriente	88.119

Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

Cuadro 26:

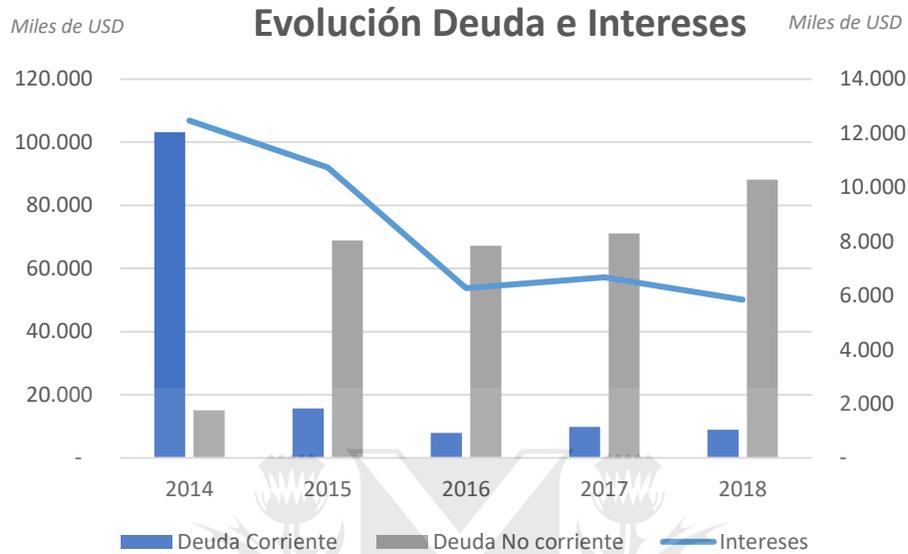
<i>Montos según Vencimientos (miles de dólares)</i>	
2019	1.666
2020	63.693
2021	20.941
2022	3.485
2023	-
	89.785

Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

Los gastos financieros para 2018 disminuyeron 0,9 millones de dólares, siendo de 5,8 millones de dólares en comparación con los 6,7 millones de dólares en 2017. Esta variación negativa se generó principalmente debido a la reducción de los intereses pagados a los fabricantes extranjeros.

¹⁷ Bullet: crédito o valores con una amortización única y total al vencimiento

Cuadro 27:



Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

El aumento del efectivo y sus equivalentes fue producto del aumento de las utilidades netas y cuentas por pagar, las cuales fueron parcialmente compensadas por disminución de cuentas por cobrar, aumento de inversiones de capital, aumento de inversiones y recompras de acciones. Al 31 de diciembre de 2018, tenían aproximadamente 872,2 millones de dólares en efectivo y equivalentes de efectivo, de los cuales 522,2 millones de dólares, o 60% los poseían las subsidiarias fuera de los Estados Unidos. Además, aproximadamente 277 millones de dólares están disponibles para su repatriación a los Estados Unidos sin incurrir en impuestos sobre las ganancias o retenciones de impuestos aplicables tanto dentro como fuera de los Estados Unidos que excedan los montos acumulados en los estados financieros consolidados.

Cuadro 28:

	2014	2015	2016	2017	2018
Días de Inventarios	113	114	112	120	131
Días de Cuentas por Cobrar	38	36	32	32	39
Días de Cuentas por Pagar	85	88	85	82	89
Ciclo de Conversión en Efectivo	66	62	59	70	81

Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

En términos de inversiones, la caja neta utilizada represento un incremento de 130%. Esta suba se debe al aumento de compras de este tipo por 176 millones de dólares y un incremento de inversiones de capital de 7 millones de dólares.

Las inversiones de capital del periodo fueron de 143 millones de dólares, las cuales se vieron integradas principalmente por 50 millones de dólares destinados a la apertura y remodelación de nuevos locales, 29 millones para la construcción del centro de distribución en China, 21 millones de dólares destinados a la actividad mayorista internacional, 18 millones de dólares para mejoras en el centro de distribución domésticos y 10 millones de dólares para nuevos locales minoritas en el joint venture establecido en China. A su vez, se estima que para 2019, las inversiones de capital rondan los 300 millones de dólares; para las cuales no descartan la búsqueda de financiamiento alternativo a las actuales. (caja, inversiones, flujos de caja operativos, líneas de crédito disponibles y contratos de financiamiento activos.)

Cuadro 29:



Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

Las actividades financieras de 2018 demandaron 120 millones de dólares de caja, mostrando una variación del 700% respecto de los 14 millones de dólares de 2017. Este incremento se debe principalmente a la

recompra de acciones de clase A por 100 millones de dólares y por el pago de impuestos relacionados a liquidación de acciones por 14,2 millones de dólares.

Cuadro 30:

<i>Miles de USD</i>	2014	2015	2016	2017	2018
Caja proveniente de Actividades Operativas	163.882	232.214	361.622	159.337	568.552
Caja proveniente de Actividades de Inversión	- 56.905	- 126.483	- 145.645	- 138.250	- 319.414
Caja proveniente de Actividades Financieras	- 9.043	- 58.176	- 3.524	- 14.541	- 119.715
	97.934	47.555	212.453	6.546	129.423
Efecto del tipo de Cambio	- 3.260	- 6.249	- 1.908	11.349	6.383
Caja a Principio de Año	372.011	466.685	507.991	718.536	736.431
Caja a Finales de Año	466.685	507.991	718.536	736.431	872.237

Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

4.4 Análisis de la Industria

Para el análisis de la industria, se tuvo en cuenta empresas que integran el índice “Peer Group”, el cual está integrado por empresas de la misma actividad. Entre ellas se encuentran Nike Inc., Adidas AG, Steven Madden Ltd., Wolverine World Wide, Inc.; Crocs Inc., y Deckers Outdoor Corporation.

Como se puede notar en el cuadro siguiente, el desempeño de la firma en términos porcentuales acompaña el comportamiento de una de las mayores firmas de la industria. En términos absolutos, Nike registro ventas por 36.400 millones de dólares con ganancias de casi 2 millones de dólares y una cantidad de empleados por arriba de los 70.000.

A su vez podemos notar que el momento en que se reconoce el impacto impositivo de la actualización de la norma tributaria, tiene un efecto directo en la tasa impositiva efectiva. Considerando que las 3 empresas operan a nivel internacional, todas reciben los beneficios de la normativa extranjera en caso de haberla.

Cuadro 30:

<i>Miles de USD</i>	Skechers	Nike	Crocs Inv
Ventas por locales	4.694	30.793	2.841
Ventas por empleados	368	498	422
Crecimiento por SSS	9,0%	4,0%	14,0%
EBIT / Ventas	9,4%	11,9%	6,0%
EBITDA / Ventas	11,8%	13,9%	6,2%
Ganancia Neta / Ventas	6,5%	5,3%	4,6%
Tasa de Impuesto G. Efectiva	14,0%	55,3%	22,6%
ROE	8,4%	1,7%	3,0%
ROA	13,6%	19,2%	13,9%

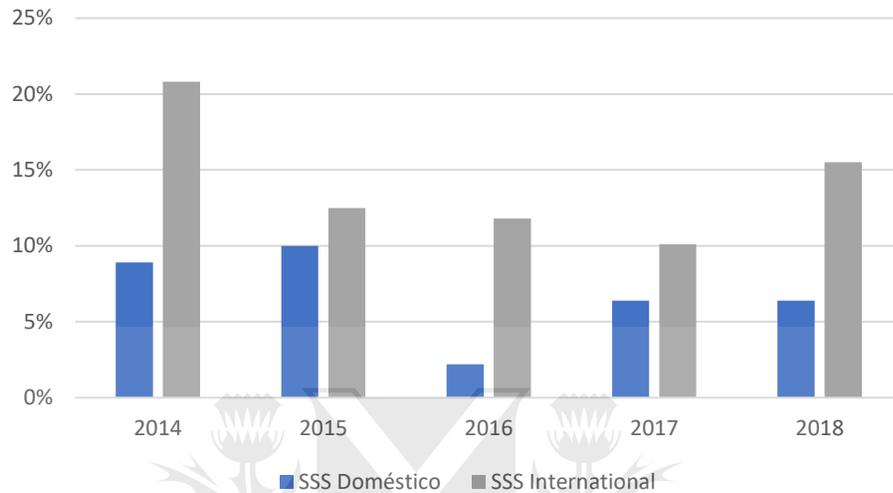
Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

Respecto al ratio de Same Store Sales, se puede ver que Nike es la empresa con menor crecimiento; y si bien Crocs muestra una ratio superior al resto, la gran diferencia en su composición es la inclusión del mercado electrónico, el cual en la era de la globalización, tiene una participación en las ventas más que relevante.

Universidad de
SanAndrés

Cuadro 31:

Same Store Sales de Skechers



Fuente: Reporte Anual Skechers – Elaboración Propia

A nivel operativo, Nike supera a las dos firmas, pero de todas formas Skechers logró buenos resultados, demostrando así el buen desempeño de los últimos años.

Estos análisis serán profundizados en la valuación por múltiplos realizadas en el próximo capítulo.

4.5 Conclusiones

Teniendo en cuenta el desempeño de los últimos 5 años, podemos notar de forma clara que el desempeño de la firma fue más que optimo y que las variaciones de las distintas variables fueron positivas.

Al formar parte de la industria discrecional, los resultados de la firma se ven afectados por distintos factores, de los cuales muchos están fuera de control por parte de la compañía. Los resultados del pasado no aseguran que los clientes vayan a mantener los montos estimados, pueden hacer pedidos en menor o mayor medida, cancelar algunos y hasta organizar el calendario de entregas de distinta forma, generando cobros o pagos con un diferimiento diferente.

El negocio internacional de la empresa aumentó un 19,2% y el doméstico un 3,5%. Los márgenes brutos mejoraron 130 puntos base impulsados por la solidez de los negocios internacionales de la compañía, de su joint venture internacional y de sus subsidiarias, así como de las tiendas minoristas nacionales propiedad de la Compañía. Es evidente que, gracias a los buenos resultados operativos, la firma pudo luchar contra el efecto de la moneda extranjera y lograr resultados más que sólidos.

Perspectiva para 2019

Para el primer trimestre de 2019, la Compañía cree que alcanzará ventas en el rango de 1.275 miles de millones de dólares a 1.300 miles de millones de dólares, y ganancias diluidas por acción de 0,70 a 0,75 dólares. Estos montos incluyen el impacto de los tipos de cambio existentes y un cambio en algunas ventas entre el primer trimestre y el segundo trimestre debido a la fecha de la Pascua a finales de abril de 2019. Uno de los principales objetivos es incrementar el negocio electrónico a nivel global, con mayor impacto en Estados Unidos y China, e incluyendo la nueva plataforma que se abrirá en India que definitivamente impactará el negocio minorista. Esperan que la tasa impositiva efectiva anual en 2019 se sitúe entre el 14 y el 18%.

En términos de inversiones, Skechers ha firmado un acuerdo de compra de la parte minoritaria que no era de su propiedad, del joint venture en India por 82 millones de dólares; esta operación lo convertiría en una subsidiaria propia. Además, han comenzado las tratativas para un nuevo joint venture en México.

A su vez estiman un CAPEX de 300 millones de dólares, que incluiría la construcción del centro de distribución en China, apertura de entre 70 y 80 locales nuevos a nivel global, entre otras inversiones.

5. Valuación

5.1 Valuación por Flujos de Fondos Descontados

En este tipo de valuación estaremos enfocados en el análisis de los ingresos de la firma, con el fin de terminar de comprender las características del funcionamiento de la misma y considerar estos resultados al momento de la toma de decisiones.

Con distintos supuestos determinaremos el valor de la firma a través del descuento de los flujos de cajas futuros generados por la misma, estimados en base a proyecciones y estimaciones de la firma. Además de plantear el escenario probable en base a información publicada, se plantean uno favorable y otro desfavorable y así evaluar el impacto de los mismos. El valor de la firma nos refleja todos los reclamos, incluyendo acreedores y proveedores. Para ello es necesario estimar distintas variables que serán explicadas a continuación.

✓ **Tasa de Descuento:** para su estimación es necesario considerar el costo de oportunidad y el riesgo al que la empresa está expuesta.

$$\textit{Tasa de Descuento} = \textit{Tasa Libre de Riesgo} + \textit{Retorno extra para comensar el Riesgo}$$

Para el método de valuación elegido, la tasa de descuento será el WACC¹⁸. De esta forma, podremos reflejar que el financiamiento de los activos se realizó a través de deuda y equity¹⁹ en la proporción utilizada. Para ello, es necesario identificar correctamente el costo del equity que representa la retribución esperada por el accionista para proveer los fondos, y el costo de deuda, que determina la tasa de interés que los acreedores solicitan para financiar a la firma a través de préstamos u obligaciones negociables.

$$WACC = \textit{Costo del Equity} \times \frac{\textit{Equity}}{\textit{Deuda} + \textit{Equity}} + \textit{Costo de la Deuda} \times \frac{\textit{Deuda}}{\textit{Deuda} + \textit{Equity}} \times (1 - T^{20})$$

**Tanto la deuda como el equity, deben representar sus precios de mercado*

▪ Costo de Equity: para estimarlo se debe reflejar correctamente el costo de financiamiento con capital propio. Dicho esto, haciendo elegido el método del “Capital Asset Pricing Model” tenemos tres

¹⁸ WACC = weighted average cost of capital

¹⁹ Equity = capital propio del accionista

²⁰ T = tasa impositiva

nuevas variables para determinar: la tasa libre de riesgo, la beta de la firma (representa la regresión del retorno de la acción sobre el mercado accionario) y la prima de riesgo histórica del mercado accionario.

$$K_e = \text{Tasa Libre de Riesgo} + (\text{Beta} \times \text{Prima de Riesgo})$$

Considerando que la tasa libre de riesgo debe ser en la misma moneda que los flujos de caja; siendo estos en dólares americanos, se ha optado por la tasa libre de riesgo del Tesoro americano que al 28/12/2018 estaba en los 2,72%.²¹

Para el cálculo del Beta, se corrió una regresión matemática de los retornos semanales de la acción para 3, 5 y 7 años en base al retorno del mercado representado por el S&P500. Los distintos resultados obtenidos fueron:

- Beta 7 años: 1,071 (Cuadro 36 - Dispersión en Anexo)
- Beta 5 años: 0,991 (Cuadro 37 - Dispersión en Anexo)
- Beta 3 años: 0,915 (Cuadro 38 - Dispersión en Anexo)

Considerando que Skechers es una compañía del tipo discrecional, es decir que no comercializa productos indispensables para el día a día de los consumidores, y que su beta debería estar por encima del de mercado (1), he optado por utilizar la beta de 7 años ya que es el más representativo. Para la estimación del Beta también se realizó una regresión contra el MSCI, considerando el volumen de ventas internacionales, sin embargo, los resultados no fueron representativos por lo que fueron desestimados.

Considerando que la prima de riesgo es el retorno extra por invertir en el mercado accionario sobre la tasa libre de riesgo, para definirla se utilizó la rentabilidad histórica (promedio geométrico) del S&P500 para los últimos 60 años, la cual es de 9,7%. Dicho esto, la prima de riesgo considerada fue de 6.98%.

Finalmente, el costo del equity obtenido fue de 10,2%.

²¹ Fuente = https://ycharts.com/indicators/10_year_treasury_rate

- Costo de la Deuda: teniendo en cuenta que las inversiones en instrumentos financieros tienen un plazo de vencimiento como máximo de 2 años, se optó por tomar como costo de deuda los préstamos obtenidos a banco, entre ellos uno que vence en 2023, con tasa de interés de 4,28% anual.
- Valor de Mercado del Equity: se tomó la capitalización de mercado al 31/12/2018, la cual se obtiene multiplicando el valor de la acción a ese día (22,89 dólares) por la cantidad de acciones en circulación. (156,450 millones), obteniendo así un valor de 3.581,141 millones de dólares.
- Valor de Mercado de la Deuda: considerando que no se cuenta con un valor de mercado de la deuda, se presupone el mismo equivalente al valor contable de la deuda financiera tanto de corto como de largo plazo al cierre del ejercicio, con un valor de 97,007 millones de dólares.

Hipótesis del Escenario Probable

- ✓ Crecimiento de **ventas** segregado por segmentos.
 - **Negocio mayorista**: habiendo analizado la evolución de los últimos 5 años se identifica de forma clara el impacto del negocio internacional con una mayor proporción y se estima seguir con el mismo nivel de participación en las ventas totales. Para los primeros 5 años, se utilizó una tasa de crecimiento de 2 dígitos acorde a lo previsto por el directorio, considerando que a medida que transcurrieron los 5 años el crecimiento fue positivo de forma decreciente – 11,5%, y ya a partir de 2024, se estima un crecimiento más moderado de 1 dígito – 4,5%. En segundo lugar, para la actividad local no se esperan grandes cambios, por lo que se utilizó el mismo crecimiento que el último año para proyectar los periodos, optando por una variación del 2% contemplando la inflación. (Cuadro 39 – Estimaciones porcentuales en Anexo)
 - **Negocio minorista**: las estimaciones se plasmaron en base a supuestos de same store sales y considerando las variaciones estipuladas de los locales para los próximos años. Para la estimación de las variaciones de ventas, a nivel doméstico se mantuvo el porcentaje del último año, 6,4% para los primeros 5 años y del 2,5% para la segunda etapa. Para las operaciones internacionales, nuevamente se tuvo en cuenta la estimación del directorio, siendo esta de dos dígitos, y también demostrando un crecimiento positivo decreciente, del 10,2% para los primeros 5 años y del 4% para la segunda etapa,

considerando que a medida que transcurren los años, los niveles de variación ya son más estables. Para la estimación de ventas de locales nuevos, se asume que se abren a lo largo del año, por lo que la variación de las ventas es considerada al 50%. (Cuadro 40 – Estimaciones porcentuales en Anexo)

✓ Estimación del **margen operativo** basada en las expectativas de crecimiento del negocio. Se espera que los márgenes se expandan a futuro, considerando las distintas medidas de inversión que se van a tomar en el corto plazo. Dado el leverage operativo con el que cuenta la firma, se considera una caída temporal de los márgenes en 2024 que con el transcurso de los años vuelven a incrementarse.

○ Negocio internacional: se estima un crecimiento de márgenes plasmados con la firma de nuevos contratos de joint venture en México y mejoras en los centros de distribución de Europa, y el de China que está en construcción con finalización estimada para 2020. Además, es necesario considerar la compra de la participación minoritaria de India, que si bien, la cantidad de locales va a variar de forma mínima, las ganancias compartidas sufrirán modificaciones. Si bien el efecto del tipo de cambio seguirá presente, sobre todo en China, las expectativas tanto para el negocio mayorista y minorista son muy positivas.

○ Negocio domestico: se espera que muestre incremento en los resultados gracias a la optimización del comercio electrónico a nivel doméstico, y por el incremento de márgenes en los sectores minoristas, afectados por la suba de precios, sin olvidar el mayorista, en el que el objetivo de corto plazo es la optimización de costos y así poder obtener mejores resultados.

A diferencia del 2018, el negocio domestico comienza a tomar un poco más de participación, sin embargo, este beneficio es contraído por el efecto del tipo de cambio que cada vez es mayor. Es por eso que la variación de márgenes anual estimada es de 18 puntos básicos para los primeros 5 años; una caída de 151 puntos básicos en 2024 que posteriormente vuelven a incrementarse, llegando en 2028 a un margen de 8,82% (variación anual de 13 puntos básicos). (Cuadro 41 – Estimaciones porcentuales en Anexo)

- ✓ Respecto al **CAPEX²²**, y **las amortizaciones**; se estimaron en base a los porcentajes históricos de su participación sobre las ventas. Definiendo un 5% para las inversiones de capital, y manteniendo la proporción de amortizaciones históricas.

- ✓ **Capital de trabajo**: su variación ha acompañado las ventas en un promedio de 32%, por lo que se decide mantener ese porcentaje. (Cuadro 42 – Estimaciones porcentuales en Anexo)

- ✓ Como tasa de crecimiento a perpetuidad se optó por un 3%, considerando que las estimaciones de evolución del PBI real son del 2% aproximadamente y la inflación del mismo impacto. Teniendo en cuenta el tipo de empresa que es Skechers, se optó por un nivel de crecimiento menor a la economía del país.

Hipótesis del Escenario Desfavorable

- ✓ Fuerte deterioro del negocio internacional, producto del impacto de la apreciación del dólar e incremento de competencia en el mercado frente a marcas competidoras.

- ✓ Impacto de gran magnitud de la nueva tasa a las importaciones de China, considerando el volumen de operaciones que se tiene con el país. Esto afecta tanto a ventas como a la contracción de márgenes.

- ✓ Gran disminución del negocio doméstico, debido a nuevas tendencias descubiertas por las generaciones jóvenes, reemplazando sus gastos por otros tipos de productos. (Cuadros 43 / 44 / 45 – Estimaciones escenario desfavorable - Anexo)

²² CAPEX: capital expenditures, inversiones de capital

Hipótesis del Escenario Favorable

- ✓ Crecimiento de ventas domésticas producto de estrategias de marketing más fuertes en los Estados Unidos.
- ✓ Impacto de ventas internacionales se mantiene de forma incremental, acompañada de apertura de nuevos locales.
- ✓ Aumento de margen operativo producto de la optimización de gastos de administración y de los procesos de distribución, beneficio materializado con las inversiones de capital planificadas. (Cuadros 46 / 47 / 48 – Estimaciones escenario desfavorable - Anexo)

Cuadro 32:

	Escenario Desfavorable	Escenario Probable	Escenario Favorable
WACC	10,02%	10,02%	9,93%
Valor de la Firma (miles de USD)	8.094.576	9.139.378	9.923.670
Precio por acción (USD)	51,74	58,42	63,43

Ver cuadros 50, 51 y 52 en anexo.

5.2 Valuación por Múltiplos

En la valuación por múltiplos, el objetivo es estandarizar el valor de los activos, crear múltiplos y así poder compararlos con otras empresas de similares características. De esta forma obtenemos valuaciones relativas que reflejan la percepción del mercado en un momento determinado.

Originalmente se listo varias empresas competidoras dentro de la industria, pero considerando que no todas cotizan, la posibilidad de conseguir la información es limitada. El análisis fue hecho

comparando Skechers con Nike Inc., Crocs Inc., y Columbia Sportswear Company, Under Armour, Adidas y Asics; en base a los múltiplos EV/EBITDA.

Cuadro 33:

	Same Store Sales	Margen Bruto	Margen Operativo	Crecimiento Ventas	EV/EBITDA
Nike	4,0%	48,0%	9,0%	6,0%	22,53
Crocs Inc.	14,0%	44,0%	12,0%	6,0%	24,84
Columbia Sportswear	-	51,0%	3,0%	14,0%	12,41
Under Armour	-	45,0%	3,0%	4,0%	9,63
Adidas	-	51,8%	10,8%	8,0%	13,43
Asics	-	47,0%	3,0%	-3,4%	22
Promedio Simple	9,0%	47,8%	10,6%	5,8%	17,5X
Skechers	9,0%	48,0%	9,0%	11,0%	10 - 14 X

Habiendo utilizado nuevamente los escenarios favorables y desfavorables estimados en la valuación por DCF de 2019, y sensibilizando los múltiplos con distintos niveles de EBITDA, llevamos a distintas valuaciones potenciales de la firma. En todas, se puede identificar una posible subvaluación de la acción por el mercado.

Cuadro 34:

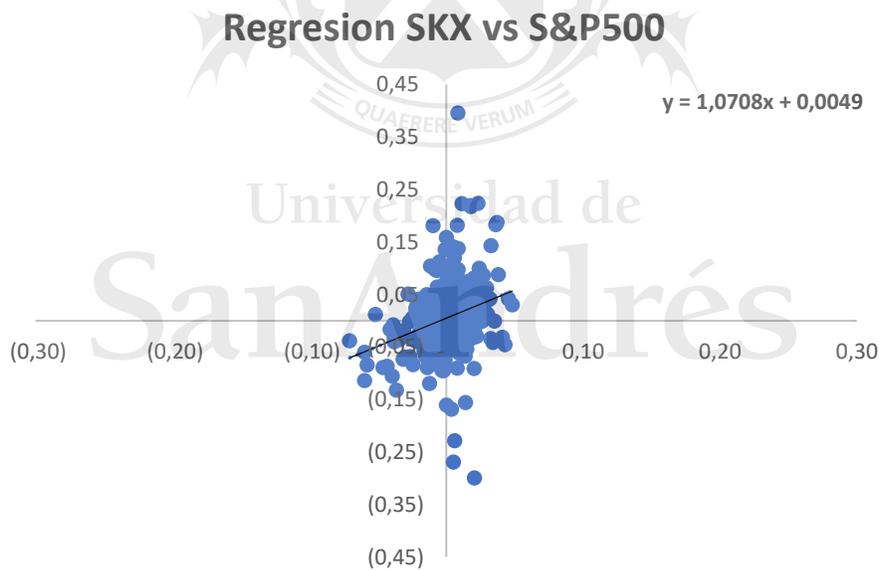
EV/EBITDA	10	11	12	13	14
EBITDA (miles de USD)					
546.905	39,91	43,41	46,90	50,40	53,90
630.133	45,23	49,26	53,29	57,32	61,34
713.361	50,55	55,11	59,67	64,23	68,79
630.133	45,23	49,26	53,29	57,32	61,34
546.905	39,91	43,41	46,90	50,40	53,90

6. Anexo: cuadros y tablas.

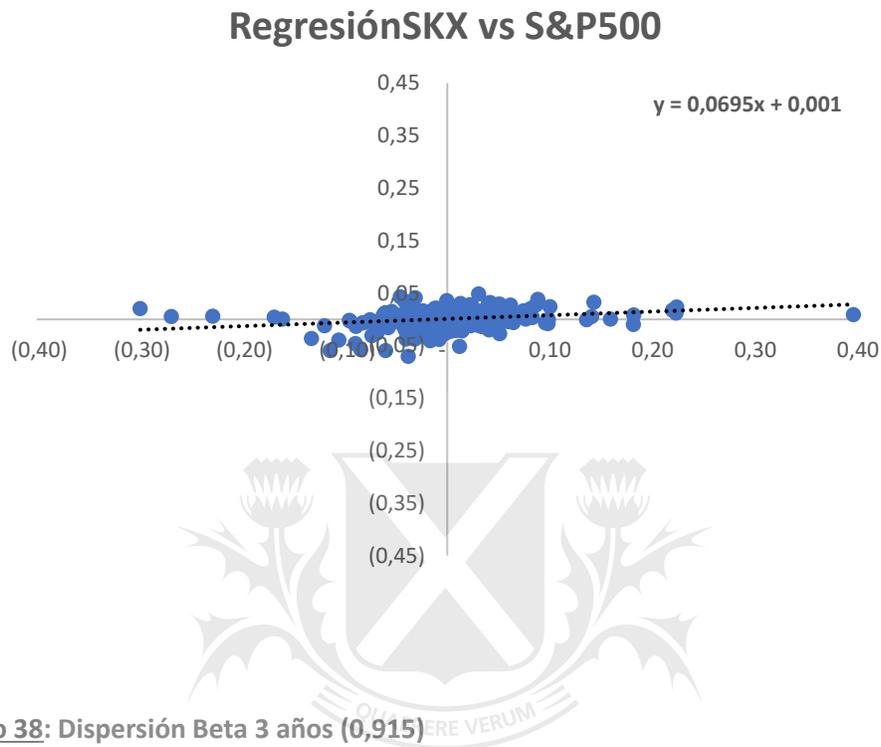
Cuadro 35: Evolución de ventas

Miles de USD	2014	2015	2016	2017	2018
Mayorista Doméstico	997.994	1.219.779	1.199.832	1.249.287	1.259.615
Variación	24%	22%	-2%	4%	1%
Mayorista Internacional	689.195	1.094.395	1.391.235	1.729.906	2.054.770
Variación	44%	59%	27%	24%	19%
Minorista Doméstico	560.232	656.422	720.219	806.188	868.485
Variación	15%	17%	10%	12%	8%
Minorista Internacional	130.140	176.727	252.025	378.779	459.198
Variación	64%	36%	43%	50%	21%

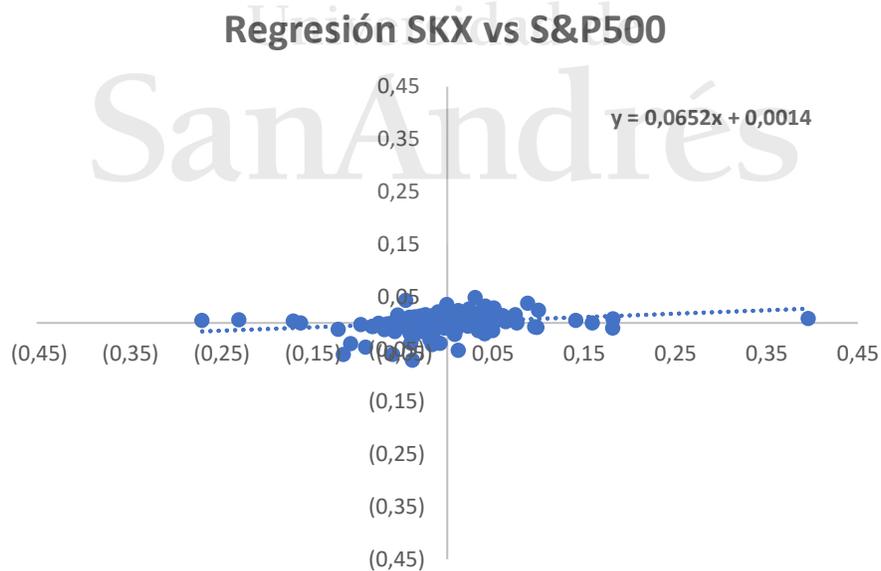
Cuadro 36: Dispersión Beta 7 años (1,071)



Cuadro 37: Dispersión Beta 5 años (0,991)



Cuadro 38: Dispersión Beta 3 años (0,915)



Cuadro 39: Estimaciones crecimiento ventas mayoristas

Ventas Mayoristas (Miles de USD)							En base a	Estabilidad
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 2019-2023	en el negocio 2024 - 2028
Mayorista Domésticas	802.163	997.994	1.219.779	1.199.832	1.249.287	1.259.615		
Variación		24,4%	22,2%	-1,6%	4,1%	0,8%	2,0%	2,0%
Mayorista Internacional	478.799	689.195	1.094.395	1.391.235	1.729.906	2.054.770		
Variación		43,9%	58,8%	27,1%	24,3%	18,8%	11,5%	4,5%

Cuadro 40: Estimaciones crecimiento ventas minoristas

Ventas Minoristas (Miles de USD)											
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Minorista Domésticas	868.485	1.040.584	1.251.115	1.504.240	1.808.578	2.174.490	2.358.103	2.647.017	2.971.330	3.335.377	3.744.028
Cantidad de locales	470	531	600	678	766	866	914	964	1.017	1.073	1.132
Variación de Locales		61	69	78	88	100	48	50	53	56	59
Ventas por local	1.848	1.966	2.092	2.226	2.368	2.520	2.681	2.853	3.035	3.230	3.436
Minorista Internacional	459.198	550.193	685.133	853.169	1.062.417	1.322.985	1.485.937	1.630.370	1.788.842	1.962.718	2.153.494
Cantidad de locales	222	251	283	320	362	409	432	455	480	507	535
Variación de Locales		29	33	37	42	47	22	24	25	26	28
Ventas por local	2.068	2.279	2.512	2.768	3.051	3.362	3.496	3.636	3.781	3.933	4.090

	2018	En base a 2018 2019-2023	Estabilidad en el negocio 2024 - 2028
	Variación SSS Doméstico	6,4%	6,4%
Variación SSS Internacionales	15,5%	10,2%	4,0%
Var Locales s/Estimado		13%	6%
Var Ventas Locales nuevos		50%	50%

Cuadro 41: Estimaciones crecimiento márgenes operativos

Margen Operativo							En base a	Estabilidad
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018 2019-2023	en el negocio 2024 - 2028
EBIT / Ventas	5,07%	8,79%	11,15%	10,40%	9,19%	9,43%	10,33%	8,82%
Variación - PB		372	235	- 75	- 120	24	18	13

Cuadro 42: Estimaciones capital de trabajo

(Miles de USD)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019-2028
Inventario	358.168	453.837	620.247	700.515	873.016	863.260	
Cuentas por Cobrar	225.941	272.103	343.930	326.844	433.004	557.596	
Cuentas por Pagar	258.183	352.815	473.983	520.437	- 505.334	- 679.553	
Capital de Trabajo	842.292	1.078.755	1.438.160	1.547.796	800.686	741.303	
		236.463	359.405	109.636	- 747.110	- 59.383	
WK / Ventas	45,6%	45,4%	45,7%	43,4%	19,2%	16,0%	32%

(Miles de USD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Capital de Trabajo	741.303	1.653.329	1.856.414	2.093.580	2.371.300	2.697.372	2.868.165	3.069.201	3.288.637	3.528.407	3.790.667
Variación		912.026	203.085	237.166	277.720	326.072	170.793	201.036	219.436	239.771	262.259

Cuadro 43: Estimaciones escenario desfavorable – ventas mayoristas

Ventas Mayoristas (Miles de USD)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	En base a	Estabilidad en el
							2018	negocio
							2019-2023	2024 – 2028
Mayorista Domésticas	802.163	997.994	1.219.779	1.199.832	1.249.287	1.259.615		
Variación		24,4%	22,2%	-1,6%	4,1%	0,8%	2,0%	2,0%
Mayorista Internacional	478.799	689.195	1.094.395	1.391.235	1.729.906	2.054.770		
Variación		43,9%	58,8%	27,1%	24,3%	18,8%	8,5%	3,5%

Cuadro 44: Estimaciones escenario desfavorable – ventas minoristas

Ventas Minoristas (Miles de USD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Minorista Domésticas	868.485	1.003.417	1.161.686	1.344.919	1.557.053	1.802.647	1.915.439	2.077.715	2.253.739	2.444.676	2.651.789
Cantidad de locales	470	522	579	643	713	792	824	857	891	927	964
Variación de Locales		52	57	64	71	78	32	33	34	36	37
Ventas por local	1.848	1.927	2.010	2.097	2.187	2.281	2.379	2.481	2.588	2.699	2.815
Minorista Internacional	459.198	530.541	633.069	755.409	901.392	1.075.586	1.177.950	1.259.370	1.346.418	1.439.483	1.538.980
Cantidad de locales	222	246	274	304	337	374	389	405	421	438	455
Variación de Locales		24	27	30	33	37	15	16	16	17	18
Ventas por local	2.068	2.224	2.390	2.570	2.762	2.970	3.053	3.138	3.226	3.316	3.409

	2018	En base a 2018 2019-2023	Estabilidad en el negocio 2024 – 2028
Variación SSS Doméstico	6,4%	4,3%	2,0%
Variación SSS Internacionales	15,5%	7,5%	2,8%
Var Locales s/Estimado		11%	4%
Var Ventas Locales nuevos		50%	50%

Cuadro 45: Estimaciones escenario desfavorable – margen operativo

Margen Operativo							En base a 2018 2019-2023	Estabilidad en el negocio 2024 - 2028
	2013	2014	2015	2016	2017	2018		
EBIT / Ventas	5,07%	8,79%	11,15%	10,40%	9,19%	9,43%	9,98%	8,38%
Variación - PB		372	235	- 75	- 120	24	11	7

Cuadro 46: Estimaciones escenario favorable – ventas mayoristas

Ventas Mayoristas (Miles de USD)							En base a 2018 2019-2023	Estabilidad en el negocio 2024 - 2028
	2013	2014	2015	2016	2017	2018		
Mayorista Domésticas	802.163	997.994	1.219.779	1.199.832	1.249.287	1.259.615		
Variación		24,4%	22,2%	-1,6%	4,1%	0,8%	3,0%	2,5%
Mayorista Internacional	478.799	689.195	1.094.395	1.391.235	1.729.906	2.054.770		
Variación		43,9%	58,8%	27,1%	24,3%	18,8%	13,1%	5,7%

Cuadro 47: Estimaciones escenario favorable – ventas minoristas

Ventas Minoristas (Miles de USD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Minorista Domésticas	868.485	1.060.698	1.301.094	1.595.974	1.957.686	2.401.376	2.640.822	3.026.224	3.467.871	3.973.972	4.553.933
Cantidad de locales	470	536	611	696	794	905	964	1.026	1.093	1.164	1.240
Variación de Locales		66	75	86	97	111	59	63	67	71	76
Ventas por local Minorista	1.848	1.988	2.139	2.302	2.477	2.665	2.868	3.086	3.320	3.573	3.844
Internacional	459.198	560.828	719.262	922.453	1.183.046	1.517.257	1.744.529	1.969.399	2.223.255	2.509.832	2.833.350
Cantidad de locales	222	253	289	329	375	427	455	485	516	550	586
Variación de Locales		31	35	40	46	52	28	30	32	34	36
Ventas por local	2.068	2.327	2.618	2.945	3.313	3.727	3.951	4.188	4.439	4.706	4.988

	2018	En base a 2018 2019-2023	Estabilidad en el negocio 2024 - 2028
Variación SSS Doméstico	6,4%	7,6%	2,9%
Variación SSS Internacionales	15,5%	12,5%	6,0%
Var Locales s/Estimado		14%	7%
Var Ventas Locales nuevos		50%	50%

Cuadro 48: Estimaciones escenario favorable – márgenes operativos

Margen Operativo							En base a 2018	Estabilidad en el negocio
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019-2023	2024 - 2028
EBIT / Ventas	5,07%	8,79%	11,15%	10,40%	9,19%	9,43%	11,48%	9,17%
Variación - PB		372	235	- 75	- 120	24	32	18

Cuadro 49: Estados de Resultados Porcentuales

Estado de Resultado (en miles de dólares)					
	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Ventas	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	-54,9%	-54,8%	-54,1%	-53,4%	-52,1%
<i>Ganancia Bruta</i>	45,1%	45,2%	45,9%	46,6%	47,9%
Ingresos por regalías	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
	45,5%	45,6%	46,3%	47,0%	48,3%
Gastos					
Gastos de Comercialización	-7,6%	-7,5%	-7,2%	-7,9%	-7,5%
Gastos de Generales y de Administración	-29,1%	-27,0%	-28,6%	-29,9%	-31,4%
<i>Subtotal Gastos</i>	-36,7%	-34,5%	-35,9%	-37,8%	-38,9%
<i>Ganancia Operativa / EBIT</i>	8,8%	11,1%	10,4%	9,2%	9,4%
Otros ingresos / egresos					
Intereses cobrados	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%
Intereses pagados	-0,5%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,1%
Otros ingresos / egresos	-0,3%	-0,2%	-0,2%	0,1%	-0,2%
<i>Subtotal Otros ingresos / egresos</i>	-0,7%	-0,6%	-0,3%	0,0%	-0,1%
<i>Ganancia antes de impuestos</i>	8,0%	10,6%	10,1%	9,2%	9,3%
Impuesto a las Ganancias	-1,6%	-2,3%	-2,1%	-3,6%	-1,3%
<i>Ganancia neta</i>	6,4%	8,3%	8,0%	5,6%	8,0%
Ganancias por Participación minoritaria	0,6%	-0,9%	-1,2%	-1,3%	-1,5%
Ganancia neta Skechers	7,0%	7,4%	6,8%	4,3%	6,5%

Cuadro 51: DCF - Escenario Desfavorable

Escenario Probable (en miles)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Perpetuidad
Ventas Mayoristas Domésticas	1.259.615	1.284.807	1.310.503	1.336.714	1.363.448	1.390.717	1.418.531	1.446.902	1.475.840	1.505.357	1.535.464	
Ventas Mayoristas Internacionales	2.054.770	2.229.425	2.418.927	2.624.535	2.847.621	3.089.669	3.197.807	3.309.730	3.425.571	3.545.466	3.669.557	
Ventas Minoristas Domésticas	868.485	1.003.417	1.161.686	1.344.919	1.557.053	1.802.647	1.915.439	2.077.715	2.253.739	2.444.676	2.651.789	
Ventas Minoristas Internacionales	459.198	530.541	633.069	755.409	901.392	1.075.586	1.177.950	1.259.370	1.346.418	1.439.483	1.538.980	
Total Ventas	4.642.068	5.048.191	5.524.185	6.061.577	6.669.513	7.358.618	7.709.728	8.093.718	8.501.568	8.934.981	9.395.789	
(Costo de la Mercadería Vendida)	-2.418.463	-2.562.403	-2.729.987	-2.914.335	-3.117.252	-3.340.726	-3.500.126	-3.674.453	-3.859.612	-4.056.377	-4.265.578	
Resultado Bruto	2.223.605	2.485.789	2.794.197	3.147.242	3.552.261	4.017.892	4.209.602	4.419.265	4.641.956	4.878.604	5.130.211	
Margen Bruto (%)	47,9%	49,2%	50,6%	51,9%	53,3%	54,6%	54,6%	54,6%	54,6%	54,6%	54,6%	
(Gastos de Administracion)	-1.455.987	-2.608.694	-1.732.663	-1.901.217	-2.091.896	-2.308.034	-2.418.160	-2.538.599	-2.666.521	-2.802.461	-2.946.994	
(Gastos de Comercializacion)	-350.435	-381.094	-417.027	-457.595	-503.489	-555.510	-582.016	-611.004	-641.793	-674.512	-709.299	
Ingresos por Regalías	20.582	22.383	24.493	26.876	29.571	32.627	34.183	35.886	37.694	39.616	41.659	
EBIT	437.765	481.617	533.105	591.633	658.307	734.419	624.488	661.257	700.529	742.497	787.367	
Margen Operativo (%)	9,43%	9,54%	9,65%	9,76%	9,87%	9,98%	8,10%	8,17%	8,24%	8,31%	8,38%	
Otros Ing / Eg	10.162	11.051	12.093	13.269	14.600	16.109	16.877	17.718	18.611	19.560	20.568	
(Impuesto a las Ganacias)	-60.611	-86.691	-95.959	-106.494	-118.495	-132.195	-112.408	-119.026	-126.095	-133.649	-141.726	
Depreciacion y Amortizaciones	109.140	211.854	231.830	254.382	279.895	308.814	323.549	339.664	356.780	374.969	394.307	
(CAPEX)	-143.036	-277.651	-303.830	-333.387	-366.823	-404.724	-424.035	-445.154	-467.586	-491.424	-516.768	
(Variacion de Capital de Trabajo)	59.383	-874.118	-152.318	-171.965	-194.540	-220.513	-112.355	-122.877	-130.512	-138.692	-147.459	
Flujo de Fondos Libre de la Firma	412.803	-533.937	224.921	247.439	272.944	301.909	316.117	331.581	351.726	373.260	396.289	408.178
Tasa de Descuento WACC	10,02%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Periodo de Descuento		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Factor Descuento		0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	14,25
Flujos de Fondo Descontado	412.803	-485.313	185.820	185.807	186.294	187.298	178.252	169.945	163.853	158.049	152.520	5.815.129
Total FF Descontados	7.310.458											
Deuda Financiera	-88.119											
Caja	872.237											
Total Valuacion	8.094.576											
Acciones en circulacion	156.450											
Valor por accion	USD 51,74											

Cuadro 52: DCF - Escenario Favorable

Escenario Probable (en miles)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Perpetuidad
Ventas Mayoristas Domésticas	1.259.615	1.297.403	1.336.326	1.376.415	1.417.708	1.460.239	1.496.745	1.534.164	1.572.518	1.611.831	1.652.126	
Ventas Mayoristas Internacionales	2.054.770	2.323.945	2.628.382	2.972.700	3.362.123	3.802.561	4.019.307	4.248.408	4.490.567	4.746.530	5.017.082	
Ventas Minoristas Domésticas	868.485	1.060.698	1.301.094	1.595.974	1.957.686	2.401.376	2.640.822	3.026.224	3.467.871	3.973.972	4.553.933	
Ventas Minoristas Internacionales	459.198	560.828	719.262	922.453	1.183.046	1.517.257	1.744.529	1.969.399	2.223.255	2.509.832	2.833.350	
Total Ventas	4.642.068	5.242.874	5.985.063	6.867.543	7.920.563	9.181.433	9.901.404	10.778.194	11.754.210	12.842.164	14.056.491	
(Costo de la Mercadería Vendida)	-2.418.463	-2.661.221	-2.957.748	-3.301.834	-3.701.978	-4.168.263	-4.495.121	-4.893.174	-5.336.274	-5.830.192	-6.381.482	
Resultado Bruto	2.223.605	2.581.653	3.027.315	3.565.709	4.218.585	5.013.170	5.406.283	5.885.021	6.417.937	7.011.972	7.675.009	
Margen Bruto (%)	47,9%	49,2%	50,6%	51,9%	53,3%	54,6%	54,6%	54,6%	54,6%	54,6%	54,6%	
(Gastos de Administracion)	-1.455.987	-2.720.308	-1.877.218	-2.154.008	-2.484.289	-2.879.761	-3.105.580	-3.380.586	-3.686.714	-4.027.951	-4.408.826	
(Gastos de Comercializacion)	-350.435	-395.791	-451.819	-518.439	-597.932	-693.117	-747.468	-813.658	-887.339	-969.470	-1.061.141	
Ingresos por Regalías	20.582	23.246	26.537	30.449	35.118	40.709	43.901	47.788	52.116	56.940	62.324	
EBIT	437.765	511.201	602.719	713.564	848.323	1.012.748	836.669	930.158	1.035.546	1.154.511	1.288.980	
Margen Operativo (%)	9,43%	9,75%	10,07%	10,39%	10,71%	11,03%	8,45%	8,63%	8,81%	8,99%	9,17%	
Otros Ing / Eg	10.162	11.477	13.102	15.034	17.339	20.099	21.675	23.595	25.731	28.113	30.771	
(Impuesto a las Ganacias)	-60.611	-92.016	-108.489	-128.442	-152.698	-182.295	-150.600	-167.428	-186.398	-207.812	-232.016	
Depreciacion y Amortizaciones	109.140	220.024	251.171	288.206	332.397	385.311	415.526	452.322	493.281	538.939	589.900	
(CAPEX)	-143.036	-288.358	-329.178	-377.715	-435.631	-504.979	-544.577	-592.801	-646.482	-706.319	-773.107	
(Variacion de Capital de Trabajo)	59.383	-936.417	-237.501	-282.393	-336.967	-403.478	-230.391	-280.573	-312.325	-348.145	-388.585	
Flujo de Fondos Libre de la Firma	412.803	-574.089	191.824	228.254	272.763	327.406	348.302	365.272	409.354	459.286	515.943	531.421
Tasa de Descuento WACC	10,02%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Periodo de Descuento		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Factor Descuento		0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	14,25
Flujos de Fondo Descontado	412.803	-521.808	158.477	171.401	186.171	203.116	196.401	187.213	190.699	194.476	198.571	7.570.921
Total FF Descontados	9.148.440											
Deuda Financiera	-97.007											
Caja	872.237											
Total Valuacion	9.923.670											
Acciones en circulacion	156.450											
Valor por accion	USD 63,43											

7. Bibliografía

- Aswath Damodaran - Applied Corporate Finance 4th- (2014).
- Aswath Damodaran - Hurdle rates in practice - Applied Corporate Finance 4th edition (2014).
- Berck, DeMarzo – Corporate Finance – 3rd Edition (2013).
- Brealey, Myers, Allen – Principles of Corporate Finance 10th Edition.
- Harvard Business School, Bertoneche, Federici - Valuation Methods and Discount Rate Issues a Comprehensive Example – (2006).
- Harvard Business School, Bruns – An introduction to cash flow valuations methods – (1995).
- Harvard Business School, Bruns - Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis – (2004).
- Harvard Business School, Luherman - Business Valuation and the Cost of Capital – (2009).
- www.about.underarmour.com/sites/default/files
- www.annualreports.com/Company/crocs-inc
- www.ibisworld.com/industry-trends/market-research-reports/manufacturing/leather-allied-product/shoe-footwear-manufacturing.html
- www.investor.columbia.com/sec-filings/annual-reports
- www.investors.skechers.com
 - 10Q 2do trimestre 2019
 - 10K 2018
 - 10K 2017
 - 10K 2016
 - 10K 2015
 - 10K 2014
 - Presentación para inversores
 - Comunicados de prensa
- www.fdra.org/news-and-media/
- www.footwearnews.com/results/#?q=skechers
- www.marketwatch.com/press-release/footwear-market-global-industry-size-share-trends-growth-demand-and-forecast-2018-2026-2018-11-20

- www.nasdaq.com/markets/ipo/company/skechers-usa-inc-5607-4932
- www.news.nike.com/news/nike-inc-reports-fiscal-2018-fourth-quarter-and-full-year-results
- www.statista.com/topics/4704/us-footwear-market/
- www.smf.business.uconn.edu/wp-content/uploads/sites/818/2016/12/Skechers.pdf
- www.ubmfashion.com/education/footwear-rise-trends-gaining-traction-2018
- www.yahoofinance.com
- www.youtube.com/watch?v=7LiK-qbmPsw cálculo de Beta – Autor Pdaves



Universidad de
SanAndrés