



# **VALORACIÓN DE LA EMPRESA SKECHERS USA**

## **Mediante Métodos de Flujo de Caja Descontado**

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

**Alumno: Melody Ilian González Aláin  
Profesor Guía: Arturo Rodríguez**

**Panamá, Junio 2020**

## **Dedicatoria**

Dedicado en primer lugar a Dios y luego a mi amado esposo Rafael y mi resiliente hijo Mateu Alessandro que nació mientras cursaba la maestría. A mis padres que me han apoyado durante el alcance de este importante logro para mi vida profesional.

## **Agradecimientos**

A los profesores y compañeros que me apoyaron con su conocimiento y experiencia durante el tiempo que duro la maestría, han sido pieza importante para alcanzar esta meta.

## Índice

<b>1. Resumen Ejecutivo</b> .....	<b>6</b>
<b>2. Metodología</b> .....	<b>7</b>
Método de Flujos de Caja Descontados.....	7
<b>3. Descripción de la empresa, industria y estructura de capital</b> .....	<b>10</b>
3.1. Descripción de la Empresa e industria.....	10
<b>4. Análisis Operacional del Negocio e Industria</b> .....	<b>14</b>
4.1. Análisis de Crecimiento.....	14
4.2. Análisis de Costos de Operación .....	15
4.3. Análisis de Cuentas no operacionales.....	16
4.4. Análisis de Activos .....	17
4.5. Proyección de EERR .....	18
4.5.1. Proyección de Ingresos de Operación.....	18
4.5.2. Proyección de Costos de Operación .....	18
4.5.3. Proyección Resultado No Operacional:.....	19
4.5.4. Ganancia Antes de Impuestos.....	19
4.5.5. Pago de impuestos.....	19
4.5.6. Calculo de Ganancia o Pérdida.....	19
4.6. Estado de Resultados Proyectoado .....	20
<b>5. Valoración de la Empresa por Flujo de Caja Descontado</b> .....	<b>21</b>
5.1. Depreciación del ejercicio y amortización .....	21
5.2. 6.2 Inversión de Reposición .....	22
5.3. Nuevas Inversiones (activo fijo) .....	22
5.4. Inversión en capital de trabajo.....	23
5.5. Deficit o Exceso de Capital de Trabajo e Inversión de Capital de Trabajo .....	24
5.6. Activos Prescindibles .....	24
5.7. Deuda Financiera .....	25
5.8. Valor Terminal .....	25
5.9. Valoración económica de la empresa y de su precio de acción .....	25
<b>Conclusiones</b> .....	<b>26</b>
<b>Anexo</b> .....	<b>27</b>
<b>Bibliografía</b> .....	<b>29</b>

## *Índice Tablas – Gráficos – Ilustraciones*

<i>Tabla 1. Ficha Tecnica Skechers U.S.A, Inc.</i>	10
<i>Tabla 2. Mayores Accionistas SKX</i>	12
<i>Tabla 3. Empresa Comparable Nike USA</i>	12
<i>Tabla 4. Empresa Comparable Under Armour, Inc</i>	13
<i>Tabla 5. Tasas de crecimiento reales de las ventas de la empresa, por tipo de mercado para los años 2015 a junio de 2019</i>	14
<i>Tabla 6. Tasas de crecimiento reales de la industria, para los años 2015 a Junio de 2019</i>	14
<i>Gráfica 1. Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2019 al 2023</i>	15
<i>Tabla 7. Análisis de Activos</i>	17
<i>Tabla 9. Proyección de Ingresos</i>	18
<i>Tabla 10. Proyección de Costos</i>	18
<i>Tabla 10. Resultado No Operacional proyectado</i>	19
<i>Tabla 11. Ganancia Antes de Impuestos Proyectada</i>	19
<i>Tabla 12. Pago de Impuestos proyectado</i>	19
<i>Tabla 13. Ganancia o Perdida Proyectada</i>	19
<i>Tabla 14. Estados de Resultado Proyectado</i>	20
<i>Tabla 15. Flujo de Caja Bruto</i>	21
<i>Tabla 16. Depreciación y Amortización 2015-2018</i>	21
<i>Tabla 17. Proyección de la depreciación y amortización</i>	21
<i>Tabla 18. Inversiones 2015-2018</i>	22
<i>Tabla 19. Proyección de Inversión en reposición</i>	22
<i>Tabla 20. Inversiones en relación a ventas 2015-2018</i>	23
<i>Tabla 21. Proyección de Nuevas Inversiones</i>	23
<i>Tabla 22. Activos y Pasivos Corrientes (2015-2018) de Skechers USA</i>	23
<i>Tabla 23. Ventas Netas (2015-2018) de Skechers USA</i>	23
<i>Tabla 24. CTON para los años 2015-2018</i>	24
<i>Tabla 25. Proyección de CTON</i>	24
<i>Tabla 26. Determinación de Exceso o Deficit de Capital de Trabajo</i>	24
<i>Tabla 27. Activos Prescindibles (30 de Junio 2019) de Skechers USA</i>	24
<i>Tabla 28. Valor Terminal de Skechers USA</i>	25
<i>Tabla 29. Valor economico de la Empresa</i>	25
<i>Ilustración 1. Comportamiento de la acción de Skechers USA desde 2015 a Junio 2019</i>	27
<i>Ilustración 2. Ventas históricas de Skechers USA a 2018</i>	28
<i>Ilustración 3. Finanzas históricas de Skechers USA a 2018</i>	28
<i>Ilustración 4. Información adicional de desempeño versus la industria</i>	28

## **1. Resumen Ejecutivo**

El objetivo principal de este documento es analizar, evaluar y finalmente dar una conclusión sobre la valoración económica de Skechers USA, Inc. Compañía que fue fundada en 1992 y tiene su sede en Manhattan Beach, California.

Skechers USA, Inc diseña, desarrolla, comercializa y distribuye calzado para hombres, mujeres y niños; y calzado de alto rendimiento para hombres y mujeres bajo la marca Skechers en todo el mundo.

El análisis se hace para el periodo de junio 2019, donde usamos todos los datos financieros obtenidos de sus estados financieros consolidados publicados. Como empresa pública y cotizando en la bolsa de valores de Nueva York (NYSE), también evaluamos sus estados financieros de los últimos años, enfocándonos principalmente en su estructura de capital (patrimonio, deuda y valor de la empresa), porcentajes de crecimiento de crecimiento previamente vistos y los proyectados.

Con el objetivo de realizar una evaluación adecuada, se utilizó el siguiente método para valorar la empresa:

- Valoración de Empresa por Flujos de Caja Descontados

Esta valoración y supuestos nos arrojan un valor por acción de \$39.40 por el método de valoración de flujo descontado; al 30 de junio de 2019 la acción de encontraba a un precio de \$31.99, por lo que nuestra valoración sugiere que una importante revalorización del precio. Sin embargo, es importante mencionar que la diferencia entre nuestra estimación y el precio real de la acción se debe a los supuestos determinados por cada una de las partes para determinar el valor final del patrimonio de Skechers USA.

A continuación mostraremos cada uno de los pasos para realizar los calculos mencionados, corroborando que es una empresa estable, con una estructura de capital saludable en la cual es recomendable invertir.

## **2. Metodología**

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables.

Nos concentraremos en adelante en el método de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

### **Método de Flujos de Caja Descontados**

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de

porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.

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

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

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

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

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

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

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

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

### 3. Descripción de la empresa, industria y estructura de capital

#### 3.1. Descripción de la Empresa e industria

Skechers USA es una empresa dedicada a la fabricación de calzados para toda la familia (niños, mujeres y hombres); opera a través de tres segmentos: ventas mayoristas nacionales, ventas mayoristas internacionales y ventas minoristas.

Se encuentra en la industria de calzados y accesorios, así como en el sector del consumo cíclico. Cuenta con más de 25 filiales alrededor del mundo, que se detallan a continuación en su ficha técnica:

Tabla 1. Ficha Técnica Skechers U.S.A., Inc.

<b>Razón Social</b>	Skechers U.S.A., Inc.
<b>Rut</b>	EIN 95-4376145
<b>Nemotécnico</b>	NYSE: SKX
<b>Industria</b>	Sector: Consumo cíclico Industria: Calzado y accesorios
<b>Regulación</b>	SEC gov
<b>Tipo de Operación</b>	Empresa dedicada a la fabricación de calzados para toda la familia (niños, mujeres y hombres); opera a través de tres segmentos: ventas mayoristas nacionales, ventas mayoristas internacionales y ventas minoristas.
<b>Filiales</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Skechers USA Deutschland GmbH: empresa dedicada a la distribución mayorista del calzado con sede en Dietzenbach, Germany</li><li>• Skechers China Ltd: empresa dedicada a la venta minorista con base en Shanghai, China.</li><li>• Skechers International</li><li>• Skechers USA Ltd</li><li>• Skechers Hong Kong Ltd: empresa dedicada a la fabricación y distribución de calzado casual y deportivo para adultos y niños con operación en todo el mundo.</li><li>• Skechers USA Iberia SL: empresa de bienes de consumo con sede en Madrid, España.</li></ul>

- Skechers USA Benelux B.V: empresa de ocio, viajes y turismo
- Skechers USA Italia S.r.l: la compañía diseña y fabrica productos de calzado, adicional proporciona zapatos, bolsos, ropa y juguetes para hombres, mujeres y niños cuenta con clientes internacionalmente.
- Skechers By Mail, Inc: compañía privada que se categoriza en Calzado de caucho y plástico.
- Duncan Investments, LLC
- Yale Investments LLC
- Skechers (Thailand) Ltd
- Skechers EDC SPRL: opera como distribuidor de calzado de estilo de vida. La empresa comercializa y distribuye calzado de marca de estilo de vida en toda Europa.
- Skechers International II
- Skechers Malaysia Sdn. Bhd: empresa de software con sede en Malasia.
- Skechers USA Canada Inc: empresa constructora con sede en Ontario, Canadá.
- Skechers Collection LLC
- Skechers USA Mauritius
- Skechers Footwear (Dongguan) Co Ltd
- Skechers U.S.A., Inc. II: fabrica y diseña calzado. La empresa produce calzado para hombres, mujeres y niños, opera en los Estados Unidos.
- Skechers Trading (Shanghai) Co Ltd
- Skechers Southeast Asia Ltd: la firma diseña, desarrolla y comercializa calzado de estilo de vida.
- Skechers Japan YK
- Skechers USA France SAS: especializada en la comercialización de zapatos para hombres, mujeres y niños: calzado deportivo, botas, sandalias, botas, zapatillas, zapatos con suela de cuero, zapatos con suela pegada, zapatos cosidos con máquina, etc.
- Skechers Holdings Jersey ltd
- Skechers Do Brasil Calçados LTDA: Comercio al por mayor de calzado
- Skechers Sport, LLC
- Skechers Sar.l.: empresa dedicada a la venta minorista con base en Suiza.
- 310 Global Brands, Inc
- Skechers Holdings Mauritius
- Skechers China Business Trust
- Sports Brand Corporation

## Accionistas

Skechers tiene 12 accionistas que poseen la mayoría de sus acciones:

Tabla 2. Mayores Accionistas SKX

Accionista	Acciones	Reportado	%	Valor
FMR, LLC	19,304,355	Jun 29, 2019	14.43%	607,894,138
Vanguard Group, Inc. (The)	12,385,026	Jun 29, 2019	9.26%	390,004,468
Blackrock Inc.	11,776,053	Jun 29, 2019	8.80%	370,827,908
Fidelity Growth Company Fund	9,724,442	Jul 30, 2019	7.27%	368,945,329
ArrowMark Colorado Holdings LLC	9,174,955	Jun 29, 2019	6.86%	288,919,332
Wellington Management Company, LLP	5,356,058	Jun 29, 2019	4.00%	168,662,266
State Street Corporation	5,252,907	Jun 29, 2019	3.93%	165,414,041
Bank Of New York Mellon Corporation	5,141,647	Jun 29, 2019	3.84%	161,910,464
Massachusetts Financial Services Co.	4,486,308	Jun 29, 2019	3.35%	141,273,838
AllianceBernstein, L.P.	4,055,972	Jun 29, 2019	3.03%	127,722,558
iShares Core S&P Midcap ETF	3,925,688	Jul 30, 2019	2.94%	148,940,602
AQR Capital Management, LLC	3,891,267	Jun 29, 2019	2.91%	122,535,997

## Empresas comparables

Tabla 3. Empresa Comparable Nike USA

Nombre de la Empresa	Nike, INC.
Ticker o Nemo técnico	NYSE: NKE
Clase de Acción	Acciones Comunes Clase A y Clase B
Derechos de cada Clase	Clase A: 315,024,752 Clase B: 1,251,888,373
Mercado donde Transa sus acciones	USA
Descripción de la Empresa (profile)	Diseño, desarrollo, fabricación y comercialización de balones, calzado, ropa, equipo, accesorios y otros artículos deportivos.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Textil & Deportiva
	EBITDA Nike, INC \$ 5,492 B

Tabla 4. Empresa Comparable Under Armour, Inc

Nombre de la Empresa	Under Armour, INC.
Ticker o Nemo <span>t</span> écnico	NYSE: UAA
Clase de Acción	Acciones Comunes Clase A y Clase C
Derechos de cada Clase	Clase A: 13,950,875 Clase C: 28,701,602
Mercado donde Transa sus acciones	USA
Descripción de la Empresa (profile)	Empresa estadounidense dedicada a la venta y diseño de ropa deportiva y de vestimenta informal
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Ropa, calzado y accesorios deportivos
Negocios en que se encuentra	EBITDA Under Armour, INC \$0.157 B

#### 4. Análisis Operacional del Negocio e Industria

Para realizar un análisis de crecimiento de la empresa, primero se realizó una estimación de las tasas de crecimiento reales de las ventas de la empresa, posteriormente, se investigaron las tasas de crecimiento reales de la industria para los años 2015-2019 y se realizó un análisis de las perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2019-2023.

Para el análisis de crecimiento de las ventas de Skechers USA, utilizamos el estado de resultado por división de la empresa. Como se muestra a continuación:

##### 4.1. Análisis de Crecimiento

- a. *Tabla 5. Tasas de crecimiento reales de las ventas de la empresa, por tipo de mercado para los años 2015 a junio de 2019*

Skechers U.S.A.					
Tasas de crecimiento por clasificación de mercado					
In Millions of USD 12 Months Ending	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	FY 2018 12/31/2018	Q2 2019 06/30/2019
<b>Retail</b>					
Revenue	\$ 833.15	\$ 972.24	\$ 1,184.97	\$ 1,327.68	\$ 403.71
Gross Profit	\$ 498.24	\$ 564.40	\$ 687.61	\$ 778.53	\$ 243.25
Revenue Growth %	20.70%	16.70%	21.90%	12.00%	14.40%
Gross Profit Growth	21.20%	13.30%	21.80%	13.20%	16.60%
<b>Domestic Wholesale</b>					
Revenue	\$ 1,219.78	\$ 1,199.83	\$ 1,249.29	\$ 1,259.62	\$ 305.31
Gross Profit	\$ 471.10	\$ 454.09	\$ 464.61	\$ 468.34	\$ 116.64
Revenue Growth %	22.20%	-1.60%	4.10%	0.80%	-3.80%
Gross Profit Growth	45.20%	-3.60%	2.30%	0.80%	0.00%
<b>International Wholesale</b>					
Revenue	\$ 1,094.40	\$ 1,391.24	\$ 1,729.91	\$ 2,054.77	\$ 549.55
Gross Profit	\$ 454.67	\$ 616.11	\$ 786.68	\$ 976.74	\$ 249.94
Revenue Growth %	58.80%	27.10%	40.20%	18.80%	18.20%
Gross Profit Growth	55.30%	35.50%	27.70%	24.20%	7.30%
<b>Athletic Shoes</b>					
Revenue Growth %	32.40%	13.20%	0.00%	0.00%	100.00%

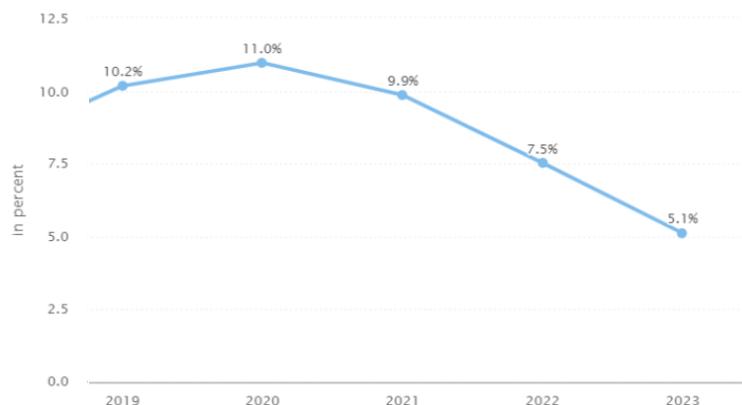
Promedio para los años 2015 – 2018: 14.37%

- b. *Tabla 6. Tasas de crecimiento reales de la industria, para los años 2015 a Junio de 2019*

Skechers U.S.A.					
Tasas de crecimiento reales de la industria					
Footwear Industry	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	FY 2018 12/31/2018	Q2 2019 06/30/2019
Revenue Growth %	3.30%	4.10%	1.00%	2.40%	2.40%

Promedio para los años 2015 – 2018: 2.70%

c. *Gráfica 1. Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2019 al 2023*



## 4.2. Análisis de Costos de Operación

Los estados financieros de Skechers USA detallaron los siguientes costos operativos:

- **Selling:** mejor conocido como el costo de venta esto es lo que permite a la compañía generar ingresos. En este rubro, el mayor gasto es el de Publicidad, propaganda y anuncios el cual comprende gastos incurridos en promocionar la empresa y darla a conocer en el mercado en sus diferentes segmentos y ligado a esto, también se incluye en este rubro las comisiones por ventas.
- **General and administrative:** Los gastos generales y administrativos comprenden aquellos gastos con los que incurre la empresa para sus operaciones normales, así como también los beneficios y pagos a empleados. Entre los dichos gastos podemos mencionar el pago de Luz, teléfono y agua, entrega, flete y acarreo, mantenimiento y reparación, gasolina, diésel, insumos, honorarios profesionales y legales, aseo y limpieza, viajes, viáticos y transporte, gastos de impuestos de transferencias de bienes muebles y servicios, suministros y materiales, misceláneos, gastos de oficina, mantenimiento y repuestos de vehículos, impuestos nacionales y municipales, gastos en tecnología, deterioro de documentos y cuentas por cobrar, seguros, gastos bancarios, entre otros.

- **Depreciación y amortización:** corresponde a la depreciación y amortización de los activos fijos que mantiene la empresa para sus operaciones. Los activos fijos mantienen una vida útil de acuerdo a las normas IFRS.

### 4.3. Análisis de Cuentas no operacionales

- **Intereses y cargos financieros:** gastos incurridos por la empresa por concepto de intereses por préstamos por pagar y valores comerciales negociables.
- **Intereses ganados:** corresponden al efectivo mantenido en algunas cuentas corrientes que devengan un interés basado en las tasas diarias determinadas por los bancos correspondientes.
- **Royalty income:** este ingreso está asociado a el derecho que cede Skechers USA para que su marca sea utilizada en productos que no sean producidos por ellos directamente, es decir, se merca dea y se vende como un producto de la empresa, pero solo se reciben ingresos por el uso de marca.
- **Gain or loss on foreign currency transactions:** gasto derivado por la fluctuación de moneda vs el dolar en las distintas afiliadas y subsidiarias que maneja la compañía a nivel mundial.
- **Disposición de activos:** ocurre al cierre de cada año fiscal cuando el valor de un activo excede el importe en libros de efectivo a su importe recuperable.

## 4.4. Análisis de Activos

Tabla 6. Análisis de Activos

Activos Operacionales	Activos No Operacionales	Definición Activos No Operacionales
Cash and cash equivalents	Short-term investments	Inversiones a corto plazo que pueden facilmente convertirse en efectivo.
Trade accounts receivables	Prepaid expenses and other current assets	Todos aquellos gastos con los que incurre la compañía que son pagados por anticipado.
Other receivables	Deferred tax assets	El impuesto sobre la renta diferido es calculado considerando la tasa de impuesto que se espera aplicar en el período en que se estima que el activo se realizará o que el pasivo se pagará.
Inventories	Long-term investments	Inversiones que no serán convertidas a efectivo en un plazo menor a un año o quizá jamás suceda.
Property, plant and equipment, net		
Operating lease right-of-use assets		

## 4.5. Proyección de EERR

### 4.5.1. Proyección de Ingresos de Operación

Para esta proyección se tomaron en cuenta los siguientes supuestos:

- Promedio de ingresos de los últimos 5 años: \$3.9M
- Tasa de crecimiento de la industria 2.70%
- Tasa de crecimiento de Skechers USA 14.37%
- Tasa ponderada de crecimiento 8.53%
- Promedio de ingresos “Royalty” de los últimos 5 años 20.6% (aprox 2,000 – 3,000 USD)
- Relación “Cost of Sales” – “Ingresos de Operación” 53.6%

Tabla 8. Proyección de Ingresos

Cifras expresadas en \$USD y su unidad es “millones”.

Proyección de EERR	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Income Statement</b>					
Net sales	5,038,152	5,468,033	5,934,593	6,440,962	6,990,537
Cost of sales	2,700,695	2,931,132	3,181,231	3,452,669	3,747,268
Gross profit	2,337,457	2,536,901	2,753,362	2,988,293	3,243,269
Royalty income	24,818	29,926	36,086	43,513	52,469
Operating income	2,362,276	2,566,827	2,789,448	3,031,806	3,295,738

### 4.5.2. Proyección de Costos de Operación

Para esta proyección se tomaron en cuenta los siguientes supuestos:

- Relación “Selling” – “ingreso de operación” 15.9%
- Relación “gastos generales y administrativos” – “ingreso de operación” 62.3%
- La base de dichos gastos son los ingresos de operación debidamente proyectados acorde los supuestos expuestos en el punto anterior.

Tabla 9. Proyección de Costos

Proyección de EERR	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Operating expenses:</b>					
Selling	375,666	408,195	443,598	482,139	524,111
General and administrative	1,472,346	1,599,838	1,738,592	1,889,647	2,054,149
Operating expenses	1,848,012	2,008,033	2,182,189	2,371,786	2,578,260
Earnings from operations	514,264	558,795	607,259	660,020	717,477

### 4.5.3. Proyección Resultado No Operacional:

Tabla 10. Resultado No Operacional proyectado

Proyección de EERR	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Other income (expense):</b>					
Interest income	10,260	10,393	10,528	10,665	10,804
Interest expense	-5,923	-6,000	-6,078	-6,157	-6,237
Other, net	-4,507	-4,565	-4,625	-4,685	-4,746
Total other income (expense)	-170	-172	-175	-177	-179

### 4.5.4. Ganancia Antes de Impuestos

Tabla 11. Ganancia Antes de Impuestos Proyectada

Proyección de EERR	2019	2020	2021	2022	2023
Earnings before income tax expense	514,094	558,622	607,084	659,843	717,298

### 4.5.5. Pago de impuestos

Para la proyección a partir del 30 de junio 2019 al año 2023 se utiliza la tasa corporativa del Gobierno de Estados Unidos para todas las corporaciones siendo del 21%.

Tabla 12. Pago de Impuestos proyectado

Proyección de EERR	2019	2020	2021	2022	2023
Income tax expense	107,960	117,311	127,488	138,567	150,633

### 4.5.6. Calculo de Ganancia o Pérdida.

Tabla 13. Ganancia o Perdida Proyectada

Proyección de EERR	2019	2020	2021	2022	2023
Net earnings	406,134	441,312	479,596	521,276	566,666
Less: Net earnings attributable to non-controlling interests	39,079	70,232	55,914	41,866	29,135
Net earnings attributable to Skechers U.S.A., Inc.	367,055	371,080	423,682	479,410	537,531

## 4.6.Estado de Resultados Proyectado

Tabla 14. Estados de Resultado Proyectado

Cifras expresadas en \$USD y su unidad es “millones”.

Proyección de EERR	2019*	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Income Statement</b>						
Net sales	2,502,831	5,038,152	5,468,033	5,934,593	6,440,962	6,990,537
Cost of sales	1,365,718	2,700,695	2,931,132	3,181,231	3,452,669	3,747,268
Gross profit	1,137,113	2,337,457	2,536,901	2,753,362	2,988,293	3,243,269
Royalty income	13,276	24,818	29,926	36,086	43,513	52,469
Operating income	1,150,390	2,362,276	2,566,827	2,789,448	3,031,806	3,295,738
<b>Operating expenses:</b>						
Selling	191,945	375,666	408,195	443,598	482,139	524,111
General and administrative	721,126	1,472,346	1,599,838	1,738,592	1,889,647	2,054,149
Operating expenses	913,071	1,848,012	2,008,033	2,182,189	2,371,786	2,578,260
Earnings from operations	237,319	514,264	558,795	607,259	660,020	717,477
<b>Other income (expense):</b>						
Interest income	4,051	10,260	10,393	10,528	10,665	10,804
Interest expense	-2,741	-5,923	-6,000	-6,078	-6,157	-6,237
Other, net	-74	-4,507	-4,565	-4,625	-4,685	-4,746
Total other income (expense)	1,236	-170	-172	-175	-177	-179
Earnings before income tax expense	238,555	514,094	558,622	607,084	659,843	717,298
Income tax expense	55,438	107,960	117,311	127,488	138,567	150,633
Net earnings	183,117	406,134	441,312	479,596	521,276	566,666
Less: Net earnings attributable to non-controlling interests	0	39,079	70,232	55,914	41,866	29,135
Net earnings attributable to Skechers U.S.A., Inc.	183,117	367,055	371,080	423,682	479,410	537,531

## 5. Valoración de la Empresa por Flujo de Caja Descontado

Para proyectar el flujo de caja Libre para los años 2019-2023, usamos el estado de resultado proyectado para Skechers USA. Ajustamos estos EERR a los valores que no influyen en la caja.

Tabla 15. Flujo de Caja Bruto

	2do Semestre 2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>FLUJO DE CAJA</b>						
Depreciación + Amortización de Activo Fijo	68,288	131,169	142,549	154,937	168,428	168,428
Otros Ingresos	13,276	29,926	36,086	43,513	52,469	52,469
Otras Ganancias (perdidas)	-74	-4,565	-4,625	-4,685	-4,746	-4,746
Costos Financieros	2,741	5,923	6,000	6,078	6,157	6,157
Diferencias de cambio	0	0	0	0	0	0
Resultados por unidades de reajuste	0	0	0	0	0	0
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>267,348</b>	<b>603,765</b>	<b>659,606</b>	<b>721,119</b>	<b>788,973</b>	<b>788,973</b>

### 5.1. Depreciación del ejercicio y amortización

Para la depreciación se consideró una relación entre los ingresos históricos y la depreciación y amortización de PPE (planta, propiedad y equipo) y la amortización de otros activos, de la siguiente manera:

Tabla 16. Depreciación y Amortización 2015-2018

	2018	2017	2016	2015	
Net earnings	371,273	235,104	285,359	261,047	
Depreciation and amortization of property, plant and equipment	98,966	82,764	66,083	52,433	
Amortization of other assets	10,714	13,746	13,099	1,214	<b>Promedio</b>
Relación	29.5%	41.0%	27.7%	20.6%	<b>29.7%</b>

Dando como resultado un promedio de depreciación anual del 29.7% valor que utilizaremos para los años a proyectar. De lo anterior, obtenemos la siguiente proyección:

Tabla 17. Proyección de la depreciación y amortización

	2019	2020	2021	2022	2023
Depreciation & Amortization	120,714	131,169	142,549	154,937	168,428

A continuación, se presenta un listado con los ajustes necesarios para realizar la construcción del FCL para Skechers USA con la finalidad de poder estimar su valor económico y el precio de la acción.

### 5.2.6.2 Inversión de Reposición

La inversión en reposición es aquella destinada a reponer los activos fijos actuales de la empresa para este punto, consideramos las inversiones que ha realizado la compañía y procedimos a calcular como ha sido el cambio de 2015 a 2018:

Tabla 18. Inversiones 2015-2018

Cash flows from investing activities:	2019*	2018	2017	2016	2015	
Capital expenditures	-125,730	-143,036	-135,976	-119,471	-118,144	
Intangible asset additions	0	0	-214	0	-55	
Purchases of investments	-109,182	-446,127	-2,344	-3,810	-8,428	
Proceeds from sales of investments	109,197	269,749	284	170	144	
Acquisition of South Korea distributor	-100,658	0	0	-22,534	0	
<b>Net cash used in investing activities</b>	<b>-226,373</b>	<b>-319,414</b>	<b>-138,250</b>	<b>-145,645</b>	<b>-126,483</b>	<b>Promedio</b>
Cambio		131.0%	-5.1%	15.1%		47.0%

Notamos que en 2016 y 2019 se ha dado una inversión relacionada a la adquisición de Distribuidor en Corea del Sur, razón de aumento en la inversión.

Con esta información se realiza la proyección para los siguientes años. Se utilizará un crecimiento del 5% para la inversión en reposición debido a que la adquisición mencionada fue pagada al 100% al 2Q de 2019 (30 de junio de 2019). De lo anterior, obtenemos la siguiente proyección:

Tabla 19. Proyección de Inversión en reposición

	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Inventario de Reposición</b>	- 335,385	- 143,632	- 158,714	- 166,649	- 174,982

### 5.3. Nuevas Inversiones (activo fijo)

Se estimó el valor de los activos fijos como porcentaje de las ventas en forma histórica y de esta forma proyectamos el activo fijo necesario para la empresa basada en la proyección de ventas.

Tabla 20. Inversiones en relación a ventas 2015-2018

	2018	2017	2016	2015	Promedio
Net sales	4,642,068	4,164,160	3,563,311	3,147,323	
Property, plant and equipment, net	585,457	541,601	494,473	435,907	
Activo Fijo (% venta)	12.61%	13.01%	13.88%	13.85%	13.34%

Con el promedio observado durante los años históricos procedemos a calcular el activo fijo y por último la nueva inversión para los años proyectados.

Tabla 21. Proyección de Nuevas Inversiones

	2019	2020	2021	2022	2023
Net sales	5,038,152	5,468,033	5,934,593	6,440,962	6,990,537
Activo fijo proyectado	671,902	729,232	791,454	858,985	932,277
Inversion en Activo Fijo Proyectado	57,330	62,222	67,531	73,293	0

#### 5.4. Inversión en capital de trabajo

Se considero la resta entre los activos corrientes y pasivos corrientes que no devengan intereses para los periodos comprendidos entre los años 2015 a 2018:

Tabla 22. Activos y Pasivos Corrientes (2015-2018) de Skechers USA

Activos y pasivos Corrientes	2018	2017	2016	2015
Trade accounts receivable	501,913	405,921	326,844	343,930
Other receivables	55,683	27,083	19,191	18,661
Inventories	863,260	873,016	700,515	620,247
Prepaid expenses and other current assets	79,018	62,573	62,680	57,363
Accounts payable	-679,553	-505,334	-520,437	-473,983
<b>Total</b>	<b>820,321</b>	<b>863,259</b>	<b>588,793</b>	<b>566,218</b>

Ventas netas para los años 2015 a 2018:

Tabla 23. Ventas Netas (2015-2018) de Skechers USA

	2018	2017	2016	2015
Net sales	4,642,068	4,164,160	3,563,311	3,147,323

Procedemos entonces a dividir la resta entre activos corrientes y pasivos entre el total de ventas netas obteniendo el capital de trabajo como porcentaje sobre las ventas y su equivalente en días requeridos para cada periodo.

## 5.5. Deficit o Exceso de Capital de Trabajo e Inversión de Capital de Trabajo

Calculamos el promedio de RCTON para determinar las proyecciones de deficit o exceso de capital de trabajo para los proximos años, con la siguiente formula:

$$RCTON = \frac{CTON}{Ingresos Ventas}$$

Dando como resultado un promedio de 18.23%.

Tabla 24. CTON para los años 2015-2018

	2018	2017	2016	2015	Promedio
CTON (%Ventas)	17.7%	20.7%	16.5%	18.0%	18.23%
CTON (días ventas)	65	76	60	66	67

Con la finalidad de estimar la inversión en CTON necesario para cada uno de los años a proyectar, procedemos a multiplicar las ventas previamente proyectadas para los años 2019-2023 por el promedio CTON relacionado al % de ventas, obteniedno lo siguiente:

Tabla 25. Proyección de CTON

	2019	2020	2021	2022	2023
Net sales	5,038,152	5,468,033	5,934,593	6,440,962	6,990,537
CTON	918,409	996,773	1,081,822	1,174,129	1,274,311
Inversion en CTON	78,363	85,050	92,306	100,183	-

Se obtiene entonces la diferencia entre el CTON al 30 de junio 2019 versus el año completo proyectado para determinar si Skechers posee deficit o exceso de capital de trabajo, como sigue:

Tabla 26. Determinación de Exceso o Deficit de Capital de Trabajo

En (\$000)	CTON 30-jun 2019	CTON FY19	Diferencia (Exceso)
CTON	968,821	918,409	- 50,412

## 5.6. Activos Precindibles

Al 30 de Junio de 2019:

Tabla 7. Activos Precindibles (30 de Junio 2019) de Skechers USA

Activos Precindibles	2019*
Cash and equivalents	779,281
Other assets, net	106,669
	<b>885,950</b>

\*En millones

## 5.7. Deuda Financiera

La deuda financiera al 30 de junio de 2019 es \$212,327 M

## 5.8. Valor Terminal

Tabla 28. Valor Terminal de Skechers USA

<b>Valor Terminal</b>	FCL año 2023 / Ko
	613,992/9.5%
	\$6,444,791

## 5.9. Valoración económica de la empresa y de su precio de acción

En base a los supuestos anteriores, el flujo de caja proyectado es el siguiente:

Tabla 8. Valor economico de la Empresa

	2do Semestre 2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>FLUJO DE CAJA</b>						
Depreciación + Amortización de Activo Fijo	68,288	131,169	142,549	154,937	168,428	168,428
Otros Ingresos	13,276	29,926	36,086	43,513	52,469	52,469
Otras Ganancias (perdidas)	-74	-4,565	-4,625	-4,685	-4,746	-4,746
Costos Financieros	2,741	5,923	6,000	6,078	6,157	6,157
Diferencias de cambio	0	0	0	0	0	0
Resultados por unidades de reajuste	0	0	0	0	0	0
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>267,348</b>	<b>603,765</b>	<b>659,606</b>	<b>721,119</b>	<b>788,973</b>	<b>788,973</b>
Inversión en Reposición	- 335,385	- 143,632	- 158,714	- 166,649	- 174,982	- 174,982
Inversión en Activo Fijo	- 57,330	- 62,222	- 67,531	- 73,293	0	0
Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	-78,363	-85,050	-92,306	-100,183	0	0
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>-203,730</b>	<b>312,861</b>	<b>341,055</b>	<b>380,994</b>	<b>613,992</b>	<b>613,992</b>
Valor Terminal					6,444,791	
<b>FCL+VT</b>	<b>-203,730</b>	<b>312,861</b>	<b>341,055</b>	<b>380,994</b>	<b>7,058,782</b>	
<b>Valoracion</b>						
Valor de los Activos Operacionales	5,077,537					
Activos Prescindibles	885,950					
Exceso (deficit) en Capital de Trabajo	50,412					
<b>Valor Total de los Activos</b>	<b>6,013,899</b>					
Deuda Financiera	2,123,270					
<b>Patrimonio Economico</b>	<b>3,890,629</b>					
<b>Numero de Acciones</b>	<b>153,291,000</b>					
<b>Precio de la accion</b>	<b>39.40</b>					

Este resultado con el método de flujo descontado nos sugiere que una revalorización de la acción aproximadamente del 23.2% pues el 30 de junio de 2019 la valoración que el mercado le dio a la acción de Skechers USA fue \$31.99.

## **Conclusiones**

Skechers es una de las empresas líderes en la industria de calzados deportivos en los Estados Unidos que ha mostrado y mantenido crecimientos constantes en los últimos años, tanto en ventas como en utilidad neta. Al mantenerse financieramente activa desde su incorporación en 1992 podemos confirmar que ha sido manejada correctamente y se considera una empresa exitosa pues su estructura de capital es saludable.

Se proyecta un crecimiento positivo para los próximos años lo que trae consigo utilidad neta positiva y mejores dividendos, y una empresa con mayor valor al que se maneja actualmente.

Luego de realizado el análisis por método de Flujo de Caja Descontado, concluimos que el valor de la empresa y el precio de acción al 30 de junio de 2019 se encontraba ligeramente devaluada. Dicho método sugiere una importante revalorización versus los niveles actuales.

## Anexo

Ilustración 1. Comportamiento de la acción de Skechers USA desde 2015 a Junio 2019:

### SKECHERS U.S.A. INC.

New York Stock Exchange: SKX



Ilustración 2. Ventas históricas de Skechers USA a 2018

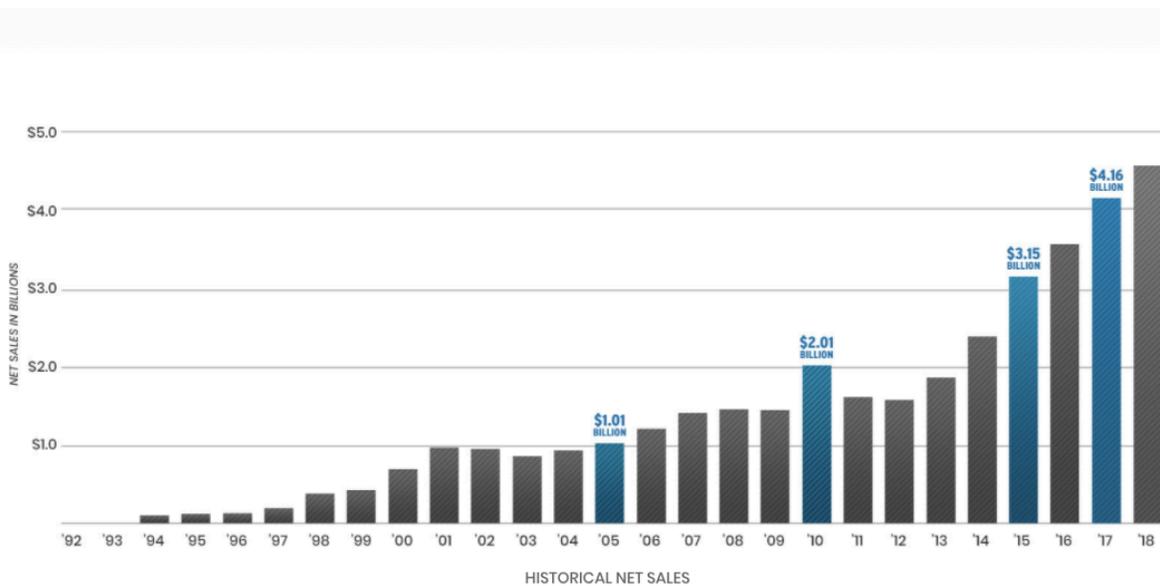
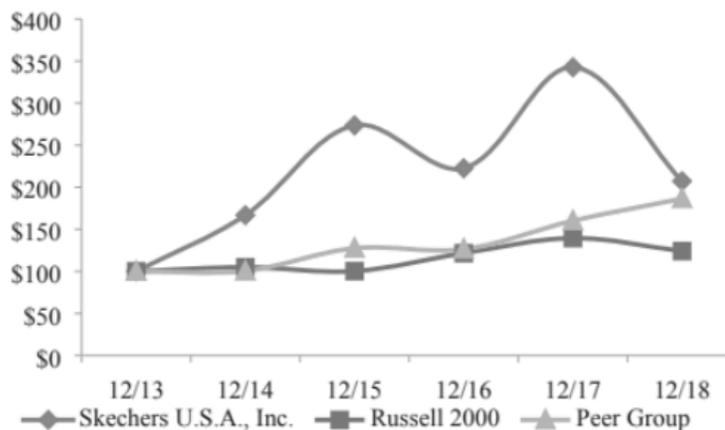


Ilustración 3. Finanzas históricas de Skechers USA a 2018



Ilustración 4. Información adicional de desempeño versus la industria

COMPARISON OF 5 YEAR CUMULATIVE TOTAL RETURNS



(in dollars)	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18
Skechers U.S.A., Inc.	100.00	166.77	273.56	222.58	342.65	207.27
Russell 2000	100.00	104.89	100.26	121.63	139.44	124.09
Peer Group	100.00	100.49	127.51	126.31	160.09	186.43

\*Peer group es un conjunto de seis empresa conformado por: Nike Inc, Adidas AG, Steven Madden Ltd, Wolverine World Wide Inc, Crocs Inc y Deckers Outdoors Corporations.

## Bibliografia

- <https://investors.skechers.com/financial-data>
- <https://investors.skechers.com/stock-information/stock-information>
- <https://finance.yahoo.com/quote/SKX/>
- <https://www.marketwatch.com/investing/stock/skx>
- <https://www.bloomberg.com/profile/company/SKX:US>
- <https://investors.nike.com/investors/news-events-and-reports/?toggle=filings>