

TRABAJO DE INVESTIGACIÓN FINAL

Valuación de la empresa Michael Kors Holding Limited



30 DE ENERO DE 2018
MAESTRANDO: LIC. YANINA S. LOJO
N° Legajo: 118781
Maestría en Dirección de Finanzas y Control
Cohorte CFO056
Director del Trabajo: Magister Dominga Del Rosario Amarfil

AGRADECIMIENTOS

A mí familia por acompañarme en este largo y arduo camino.

Al amor de mi vida, por siempre estar ahí desde el principio... aunque yo no lo supiera.

ABSTRACT

Michael Kors Holdings Limited is a worldwide fashion firm, with presence in three continents and more than 30 years of experience. It is a public company, whose shares are traded on the New York Exchange Market since 2012.

The firm's effort is on transmitting an image of global lifestyle, focused on the luxury market. Its management consists of a group of professionals led by Michael Kors, a renowned, award-winning fashion designer, recognized worldwide.

The purpose of this document is to find the intrinsic value of Michael Kors Holding Limited. To achieve this objective, the fundamentals of the business and the financial statements will be analyzed.

Quantitative-qualitative methodology will be applied, with a qualitative predominance. The study will be mainly exploratory and descriptive in order to explain the main characteristics that make this organization interesting for the investors.

Finally, we will recommend a buying or selling position regarding the stock of the company. In addition, we will include a number of possible situations that could modify the value found in this paper and that could change the recommendation originally provided to the investor.

ÍNDICE

1. Objetivos	5
2. Estado Actual del Conocimiento	6
3. Marco Teórico	11
3.1. Teoría de la Valuación	12
3.1.1. Discount Cashflow Valuation (DCF)	13
3.1.1.1 Flujos de Fondos de la Firma.....	13
3.1.1.1. Acerca de la Tasa de Descuento	14
i. El Capital Asset Pricing Model o CAMP.....	14
ii. Activo Libre de riesgo y su rendimiento.....	15
iii. Activos riesgosos.....	16
iv. La Beta	16
v. Equity Risk Premium o Prima de riesgo	21
vi. El costo de la deuda.....	23
vii. La construcción del WACC	25
3.1.1.2. Flujo de fondos del equity.....	26
3.1.1.3. Valor presente ajustado.....	27
3.1.2. Valuación por múltiplos o relativa	30
3.1.3. Resumen	31
3.4 Método de Trabajo seleccionado	32
4. Marco Metodológico	34
5. La Industria	35
5.1 Características del Mercado	35
5.2 Consumidores	36
5.3 Cinco Fuerzas de Porter	37
5.4 Tendencias	41
6. Estudio General de la Empresa	43
6.1 Clientes y Consumidores	43
6.2 Líneas de Productos.....	44
6.3 Estructura de Precios	47
6.4 Canales de Distribución	48
6.5 Política de Producción	51

6.6 Estrategia comercial.....	52
6.7 Cadena de valor.....	52
6.7.1 Actividades Primarias	53
6.7.2. Actividades Secundarias	54
6.7.3 El valor en Michael Kors.....	56
6.8 Mercados Actuales y Potenciales	56
6.9 Análisis FODA	58
6.10 Análisis bursátil	65
6.11. Análisis Económico	71
6.11.1 Análisis del Estado de Situación Patrimonial (Ejercicio fiscal 2017)	71
6.11.2 Análisis del Estado de Resultados (2012-2017)	72
6.11.3 Principales ratios de la empresa	75
6.11.4 Análisis y condiciones de rentabilidad de la compañía	79
7. Valuación de la empresa.....	81
7.1 Escenarios futuros esperados	81
7.2 Supuestos Generales para la Proyección de los Flujos de Fondos de la firma...81	
7.3 Tasa de Descuento	83
7.4. Caso Base.....	88
7.5 Caso Negativo.....	95
7.6 Caso Positivo	99
7.7 Valor Final	103
7.8 Valuación relativa.....	103
8. Conclusiones.....	106
9. Bibliografía.....	110
10. ANEXO.....	118
ANEXO I: ESTADOS CONTABLES DE MICHAEL KORS	118
ANEXO II: FINANCIAMIENTO	120
ANEXO III: ÍNDICES	121
ANEXO IV: PROYECCIONES CASO BASE.....	123
ANEXO V: PROYECCIONES CASO NEGATIVO	124
ANEXO VI: PROYECCIONES CASO POSITIVO	125

1. Objetivos

Mediante el presente trabajo se buscará encontrar el valor intrínseco de la empresa “*Michael Kors Holdings Limited*” en función de la performance financiera que se espera para la misma en el período comprendido desde 2018 hasta 2025.¹ Los análisis y proyecciones que se desarrollan serán realizados con la información disponible al último cierre de balance con fecha 1º de abril de 2017.

Para alcanzar dicho objetivo general, se establecen los siguientes objetivos particulares:

- Estudiar la metodología de valuaciones a fin de identificar el método adecuado para analizar empresas que poseen una demanda discrecional.
- Conocer las características distintivas de la industria del diseño de autor en el mundo y del mercado de lujo.
- Recomendar la compra o venta de las acciones correspondiente a la firma en cuestión.

¹ La empresa lleva adelante sus ejercicios fiscales de marzo a marzo. Asimismo, se considerará para el análisis que al final del período de referencia se constituye una perpetuidad.

2. Estado Actual del Conocimiento

Las finanzas son una ciencia relativamente joven, con solo 100 años de historia. Sin embargo, una serie de avances en el ámbito de las ciencias económicas fueron los que sentaron las bases para que, en el año 1897, Irving Fischer publique un artículo en donde comienza a hablar de esta nueva especialidad.

Entre los aportes que sentaron las bases para el estudio de las mismas podemos encontrar el que realizara Daniel Bernoulli (1738). En su trabajo, desarrolló una posible solución a la “paradoja de San Petersburgo” La base de la misma consiste en un juego de apuestas con valor infinito. Desde el punto de vista de la teoría de decisiones, se debería aceptar cualquier apuesta por alta que esta sea.

Mientras que la propuesta de Bernoulli sugirió otra solución: el jugador racional solo debería aceptar si la ganancia esperada es mayor que el dinero que se requiere para ingresar a la apuesta. De esta manera, se enfatiza la diferencia entre ganancia monetaria y la utilidad, considerando que la primera puede crecer de manera indefinida mientras que la segunda no sigue el mismo esquema. Según palabras de Bernoulli, *“cualquier incremento en riqueza, no importa cuán insignificante, siempre resultará en un incremento en utilidad que es inversamente proporcional a la cantidad de bienes ya poseídos”*

Más de un siglo después de la tesis formulada por Bernoulli, Alfred Marshall presentó *La Ley del Rendimiento Marginal decreciente*. La misma fue introducida en 1890 en su obra principal: *Principles of Economics*. En ella propone, como principio general que la producción desacelerará su crecimiento con la introducción de nuevos factores productivos. Este desarrollo sentará las bases para el trabajo que Keynes realizará tiempo después.

Fischer volverá a tener relevancia para las finanzas al publicar un libro en el año 1930 denominado *“Teoría del interés”*. En este, plantea que la tasa quedará definida por el deseo del inversor de desembolsar su renta y las oportunidades que tiene para hacerlo. John M. Keynes retomará este estudio cuando presenta la *“Teoría del rendimiento y del dinero”* (1936) introduciendo el concepto de la “eficiencia marginal del capital” al partir de la noción de rendimiento marginal decreciente. De esta manera,

presenta el método de los Flujos de Fondos Descontados, donde el valor actual de un activo debe ser igual a los flujos de fondos futuros esperados expresados a valores del presente. Esto se logra a través de un mecanismo de descuento que requiere determinar una tasa de rendimiento esperada durante el período de vida del activo.

Algunos artículos sostienen que el objetivo de las finanzas hasta la crisis del año 1929 era maximizar la obtención de fondos para la empresa. Pero la caída de la bolsa de Nueva York, en ese año, tuvo un impacto en el objeto de estudio de esta disciplina que la llevó a concentrarse en velar por el interés del acreedor, en un intento de recuperar aquello que se había perdido.

El estudio realizado por Marshall fue revisado y redefinido en el año 1934 por John Hicks y R.G.D Allen, quienes decidieron analizar la teoría del primero sobre una base ordenalista del comportamiento. Para lo cual se sustentaron en el trabajo de Pareto sobre imposibilidad de llevar adelante la medición de la utilidad en base a la observación. Su trabajo fue de carácter psicológico, explicando que el consumo está dado por preferencias, gustos y deseos de los individuos; por lo que modificaciones en el entorno tendrán un impacto que producirá cambios en los patrones de consumo.

La teoría de los juegos constituye otro aporte significativo a las bases de la disciplina de estudio. Fue desarrollada por John Von Neumann y Oskar Morgenstern en 1947, y se encarga de estudiar la toma de decisiones, en un contexto donde las partes interactúan. El objetivo es determinar la elección de la conducta óptima con anticipación, cuando se desconocen los costos y beneficios ante diferentes escenarios. La complejidad viene dada por el hecho de que intervendrán y modificarán el entorno terceras partes cuyo accionar es impredecible y que tendrá consecuencias, positivas o negativas, para quien tiene que decidir. El dilema del prisionero es la aplicación más conocida.

Durante un período de más de treinta años, que llega hasta el comienzo de la década del setenta, la economía mundial experimentó un crecimiento y prosperidad singular, acompañado por un alto desarrollo de la tecnología que facilitó las comunicaciones. La combinación de ambos factores le permitió a los estudiosos orientarse hacia un proceso de optimización del proceso de inversión. Hay quienes denominan esta etapa como la “era de oro” de las finanzas.

La *“Modern Portfolio Theory”*, desarrollada por Markowitz en 1952, plantea la optimización de la cartera del inversor, mediante la maximización del rendimiento y la minimización del riesgo asumido con el mismo. Pero para poder lograr esto, es necesario primero determinar la *“frontera de mínima varianza”*. La misma se construye mediante el conjunto de portafolios que brindan una exposición al riesgo mínima. Sobre la frontera se encontrará el *portafolio de mínima varianza*, que es aquel en donde el inversor podrá obtener el mayor rendimiento asumiendo el mínimo riesgo. Todas las carteras que se encuentran por encima sobre de ésta, constituyen lo que se denomina la *frontera eficiente*, donde el retorno es superior para el mismo nivel de riesgo. Otro concepto clave, es la *curva de indiferencia del inversor*, que toma el mismo significado que en la microeconomía, diferenciándose en el hecho de que, en lugar de tener dos bienes, la relación quedará definida por el retorno y el riesgo. En cualquier punto sobre la curva de indiferencia, el inversor estará igualmente satisfecho y, por lo tanto, es indiferente. Lo que dará forma a la curva de indiferencia será el nivel de aversión al riesgo de cada individuo. La relación con la frontera de mínima varianza viene dada por el punto en donde la curva de indiferencia inversor es tangente con la misma. Es allí donde se encuentra el *portafolio óptimo para el inversor*. Por último, es necesario determinar la *“Capital Allocation Line”* (CAL) La misma surge al conformar una cartera que posea un activo libre de riesgo y activos riesgosos. En el punto en donde, la CAL se vuelva tangente a la frontera de mínima varianza se podrá encontrar el *Portafolio riesgoso óptimo*.

En 1958, James Tobin comenzó a desarrollar el concepto del portafolio óptimo. Un inversor podría tener una cartera constituida solo por dinero, encontrándose libre de riesgo, pero al mismo tiempo, no generaría ganancia alguna. También podría elaborar un portafolio a base de activos que brindara rentabilidad teniendo que asumir un nivel de riesgo. A través de su estudio, buscó hallar el punto óptimo de equilibrio entre la colocación en efectivo y en activos financieros a fin de maximizar la función de utilidad de los consumidores. De esta manera, modifica la teoría de la demanda especulativa formulada por Keynes. Sin embargo, en 1964, serán William Sharpe, John Lintner y Jan Mossi quienes terminarán de darle forma a la idea, lo que dará origen al *Capital Asset Pricing Model o CAPM*.

Luego de la presentación del CAPM, se desarrollaron una serie de modelos que buscaban dar respuestas a numerosas interrogantes que no habían podido resolverse. Por ejemplo, la *Option Pricing Theory* fue principalmente desarrollada en el año 1972 por Black y Scholes. En su trabajo, presentaron un modelo destinado a valorar opciones europeas mediante la replicación de un portafolio.

La crisis del petróleo en el año 1973 generó la necesidad que los analistas financieros se orientarán más aún hacia la optimización del proceso, tratando de maximizar el beneficio y minimizar el riesgo.

Por otro lado, al modelo de CAPM se lo ha criticado considerablemente desde su creación hasta la actualidad. En 1977, surge lo que se conoce como la *Crítica de Roll*. En ella, Richard Roll indica que el principal supuesto del modelo, que el portafolio de mercado es eficiente media-varianza, no es observable. La teoría sostenía que la cartera debe estar compuesta por todos los activos en el mundo, pero en la realidad esto no puede llevarse adelante en tanto no todos los activos existentes se comercializan, volviendo imposible la observación. Por lo que, es imposible probar la validez empírica del modelo.

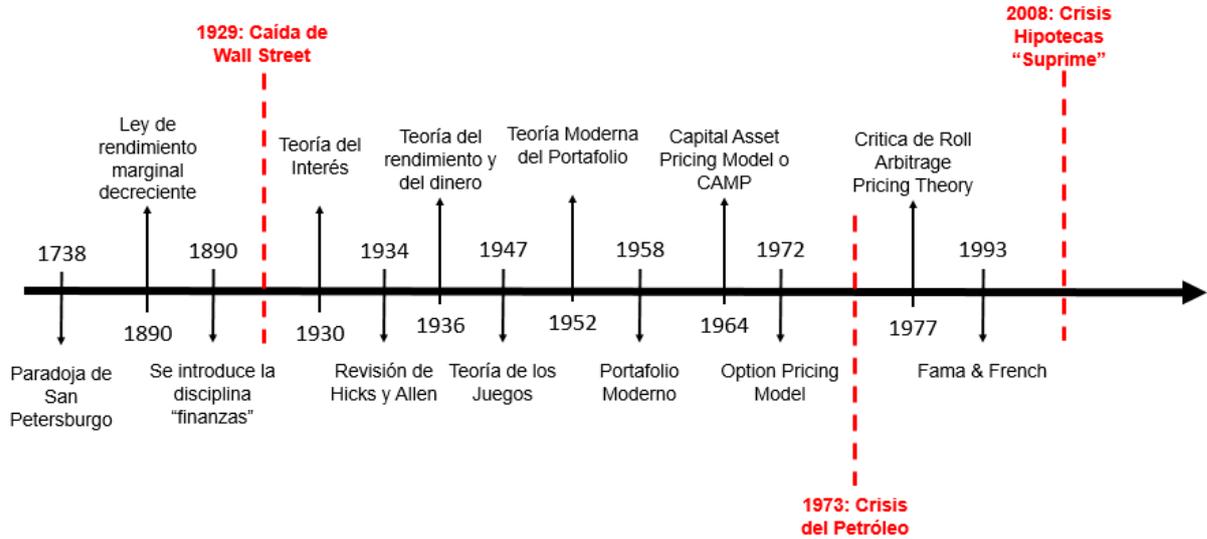
En el mismo año en que Roll realiza su crítica, Stephen Ross presenta la *Arbitrage Pricing Theory (APT)*. Se trata de lo que se denomina un index model. Es decir, un modelo que explicará el rendimiento de un activo en relación a un factor o factores macroeconómicos determinados.

En el año 1993, se presenta un modelo nuevo que lleva el nombre de sus creadores: Fama y French. Se trata de un modelo multi factor, es decir, un desprendimiento del análisis de Sharp.

Finalmente, la década del noventa se caracterizó por una serie de crisis y por el desarrollo de una gran cantidad de derivados financieros y productos “sintéticos”. La proliferación de este tipo de activos financieros desencadenó la crisis de las hipotecas “suprime” del año 2008 que, dada la globalización, tuvo un impacto a nivel mundial.

La evolución de las finanzas puede resumirse en el siguiente esquema, que se muestra en el Cuadro 1.

Cuadro 1: Evolución de las finanzas



Fuente: Elaboración propia en base a la cronología de información desarrollada durante el apartado del Estado Actual del conocimiento

3. Marco Teórico

Comenzar el análisis de una empresa con el objeto de llevar adelante la valuación de la misma requiere que se delinee un plan de trabajo a fin detectar los aspectos claves que impactarán en el valor futuro de la misma.

El primer paso, consistirá en determinar a qué nos referimos con el concepto de valor intrínseco. Damodaran, (2006) lo definió como el valor actual de los flujos futuros que el activo puede producir. Para conocerlo, estos deberán descontarse a una tasa de descuento que tiene que reflejar tres aspectos claves: el plazo de tiempo de la inversión a realizar, el rendimiento esperado por el inversor y el nivel de riesgo asociado. Se vuelve clave entonces comprender el origen del valor, así como también las fuentes de incertidumbre que están asociadas con el proceso. Los inversores buscarán no pagar por un activo más allá de lo que este vale.

Acerca de este concepto, Palepu, Healy y Bernard (2002) consideran que el valor surge como una función del comportamiento de flujos de fondos futuros. Sin embargo, consideran que para llegar a una estimación la información contable puede resultar útil. Entonces, se podrá conocer el valor a partir del valor contable del capital propio, la tasa de crecimiento y el retorno sobre el capital (ROE)

La idea que desarrollan Brealey, Myers y Allen en su libro *“Principios de las Finanzas corporativas”* (2010) es que un activo debería valer más que el esfuerzo que requiere hacerse del mismo. Es por ello por lo que debe encontrarse el valor presente neto. Para lo cual, se deberá estimar los flujos de fondos futuros y descontarlos por el factor de descuento. El mismo estará compuesto por una tasa que, debe reflejar el retorno esperado por los inversionistas para oportunidades de inversión que exhiban un nivel de riesgo similar. El último paso consiste en disminuir el valor presente² por el monto de la inversión necesaria para poder tomar la oportunidad.

Un esquema de análisis, que permite llegar al valor intrínseco es el que sugieren Palepu, Healy y Bernard. Los autores sugieren que para poder proyectar sobre el futuro desempeño de una organización es necesario llevar a cabo un estudio detallado

² El valor presente busca expresar el valor de los flujos de fondos al momento en que se está realizando la estimación. A ese momento se lo identifica como “momento 0”

de la estrategia del negocio. A partir de allí, será posible elaborar expectativas de crecimiento investigando la industria en la cual compete y la estrategia que implementa. En segundo lugar, se deberían revisarse aspectos contables, a fin de determinar la calidad de la información reflejada en los informes producidos. El tercer paso, consiste en llevar adelante un examen financiero. Para ello deberían calcularse ratios financieros y flujos de fondos. Finalmente, es necesario ejecutar un análisis prospectivo, en donde se proyectan las expectativas de evolución a fin de hallar el valor, a partir de los flujos de caja esperados. Para ello deberá seleccionarse el método de valuación al que va a recurrirse para medir los flujos de fondos esperados.

Cuadro 2: Hallando el valor intrínseco de una firma



Fuente: Elaboración propia en función del desarrollo del esquema de trabajo planteado por Palepu, Healy y Bernard y desarrollado en el apartado anterior.

3.1. Teoría de la Valuación

El valor presente de una inversión, como plantean Ross, Westerfield y Jaffe en su libro *Finanzas Corporativas* (2012), surge como el valor presente neto de la inversión, que se obtiene al sustraer al valor actual de los flujos de fondos esperados, el valor de la inversión inicial. Al analizar una empresa en marcha, lo que se busca es estimar el valor presente de los flujos futuros de fondos.

La valuación de una organización puede hacerse utilizando la misma metodología que se emplea en el caso de un activo.

Como se desarrolló durante el apartado del Estado Actual del Conocimiento, muchos autores han trabajado sobre este concepto a fin de encontrar la metodología adecuada para precisar el valor de los activos. Se puede recurrir, principalmente, a dos mecanismos: el descuento de sus flujos futuros de fondos esperados, que se conoce como *Discount Cashflow Valuation* (DCF); o mediante una valuación relativa, que

permite llevar adelante un abordaje intuitivo. A continuación, se desarrollarán ambos en profundidad.

3.1.1. Discount Cashflow Valuation (DCF)

Este análisis implicará analizar los *fundamentals* de la empresa. Lo que implica estudiar profundamente el negocio para conocer los principios financieros subyacentes propios como ser: las características y las perspectivas de crecimiento, el riesgo asociado, los flujos de fondos que genera, los ciclos de caja, la posibilidad de estacionalidades, entre las más relevantes. Para lograr la comprensión necesaria sobre la actividad en la que se desarrolla la firma y el contexto en que opera se debería seguir un procedimiento similar al propuesto en el apartado anterior.

Lo que se buscará será determinar los flujos de fondos futuros que se espera genere el negocio y la tasa de descuento que se empleará para conocer su valor presente. Damodaran en su libro *Investment Valuation* (2006), resalta la idea de que el valor obtenido puede diferir del precio actual en el mercado, debido a que los analistas tendrán perspectivas diferentes sobre la realidad de la empresa. Asimismo, propone tres métodos dentro de este mecanismo, los cuales son coincidentes entre los diferentes analistas:

3.1.1.1 Flujos de Fondos de la Firma

En este caso, se buscará determinar los flujos de fondos que la empresa poseerá luego de hacer frente a todas sus obligaciones, tanto de capital como de deuda.

$$\text{Flujos de Fondos de la Firma (FCFF)} = \text{EBIT}(1 - t) + \text{Depreciación} \pm \Delta \text{capital} \pm \Delta \text{Capital de trabajo}$$

Donde:

EBIT Son los resultados operativos de la firma antes de impuestos e intereses.

t Representa la tasa impositiva corporativa

Depreciación Son las depreciaciones contables que fueron descontadas

$\Delta \text{capital}$ Son los cambios ocurridos en el capital de la empresa.

$\Delta \text{Capital de trabajo}$ Son los cambios en el capital de trabajo de la firma.

De esta manera, la fórmula permite observar la adquisición o el desprendimiento de activos fijos por parte de la empresa. Mientras que el capital de trabajo representa los gastos que deberán realizarse a fin de mantener el giro normal del negocio.

El valor de la compañía puede entonces hallarse descontando los flujos de fondos al costo del capital:

$$\text{Valor de la firma} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Donde:

t Es el período de tiempo que se considera para el análisis.

$WACC$ Es el costo promedio ponderado del capital.

$FCFF_t$ Son los flujos de fondos de la firma en el período analizado.

3.1.1.1. Acerca de la Tasa de Descuento

La tasa de descuento que se empleará es el costo promedio ponderado del capital. Este concepto indica que se debe considerar para el análisis tanto el aporte que realizan los accionistas como las deudas contraídas con acreedores. El CPPC o WACC requiere que se conozca cuánto obtienen los accionistas por colocar su dinero en la firma en lugar de realizar otro tipo de inversión y cuánto reciben aquellos que prestan a la compañía. Lo que ambas partes exijan tiene que guardar relación con el nivel de riesgo asociado.

El desarrollo del modelo CAPM ha brindado las herramientas necesarias para poder calcular el costo del equity o del capital propio.

i. El Capital Asset Pricing Model o CAMP

En el año 1964, William Sharpe brindó una serie de aportes que permitieron que el concepto del portafolio riesgoso óptimo termine de modelarse y de origen al CAPM. De esta manera, buscará dar respuesta a la relación que existe entre el rendimiento y el riesgo, y el equilibrio asociado a ésta, brindando un punto de comparación a la hora de evaluar una inversión. Parte del concepto del “*portafolio de mercado*”, siendo aquel

³ DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation*. 2ra Ed.: Wiley. 2006. Capítulo 15 Firm Valuation: Cost of Capital and APV Approaches 533-592 p. ISBN 0471751219

que está constituido por todos los activos disponibles en el mundo. Cada inversor buscará replicar en su propia cartera este portafolio en menor escala. Para ello, debería mantener las proporciones que cada activo posee dentro del portafolio de mercado en el propio. La Capital Market Line, es la CAL del mercado, es decir aquella recta que se volverá tangente a la frontera de mínima varianza definiendo el portafolio de mercado óptimo. El CAPM nos permite contar con las herramientas necesarias para determinar el costo del capital propio, o costo del equity (k_e), esencial a la hora de realizar la valuación de un activo. El rendimiento de éste estará determinado por el nivel de riesgo que lleva asociado. El modelo propone la siguiente ecuación:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f]$$

Donde:

$E(r_i)$ Representa el rendimiento esperado del activo

r_f Representa el retorno de un activo libre de riesgo

β_i Representa la Beta del activo

$E(r_m)$ Representa el rendimiento esperado del mercado, el “*equity risk premium*”

El principio subyacente consiste en que un activo riesgoso debe rendir más que aquel que se encuentra libre de riesgo para que el inversor esté dispuesto a trasladar su capital y exponerse.

En esta ecuación se introduce conceptos importantes que corresponde desarrollar por separado.

ii. Activo Libre de riesgo y su rendimiento

En términos generales, Damodaran (2014) define al activo libre de riesgo como aquel en donde el inversor tiene conocimiento cierto de cuál será el rendimiento que obtendrá durante un período dado. No debe haber probabilidad de incumplimiento ni dudas sobre las tasas de reinversión. Esto significa en términos generales, que se considerarán dentro de esta categoría a las emisiones soberanas a largo plazo. Es importante hacer una distinción: no todas las colocaciones realizadas por entes soberanos son libres de riesgo de default.

Es por ello que el mismo autor recomienda para estimar la tasa libre de riesgo, recurrir a una emisión soberana a largo plazo. La misma deberá tener coherencia con los flujos de fondos analizados: si son nominales, la tasa debe ser en la misma moneda de los flujos de fondos. Esto deja en evidencia que, localización del negocio no tendrá influencia en la selección, sino que será la moneda en la que se expresan los flujos analizados. Asimismo, el plazo deberá coincidir con el período considerado en la proyección a fin de no dejar expuestos los flujos.

En caso de que no hubiera emisiones libres de riesgo en la moneda, es posible recurrir a dos opciones: calcular el costo del equity en dólares, y luego mediante la equivalencia de tasas, calcular el costo en la moneda de los flujos; o convertir estos a dólares – con la dificultad de tener que proyectar la evolución del tipo de cambio en el tiempo.

La mayoría de los autores y analistas recurren para estimar este valor a una simplificación. Se utiliza como tasa libre de riesgo, al rendimiento de un bono a diez años emitido por el Tesoro de Estados Unidos.

iii. Activos riesgosos

Otro concepto que se presenta es la diferenciación de los tipos de riesgos. Existe el riesgo específico que corresponde al activo en que se está invirtiendo. Luego hay un tipo de riesgo que está en el mercado y que afecta a todos los activos. En este caso, lo que cambia es la sensibilidad que tiene cada activo a este riesgo. Al primer tipo de se lo denomina específico o diversificable. Al segundo, de mercado o no diversificable, que será al que se buscará remunerar. El inversor podrá mediante la diversificación de su cartera disminuir o anular el riesgo específico. Sin embargo, el riesgo de mercado sólo podrá minimizarlo. La Beta, busca medir la sensibilidad que tiene el activo a este último. El inversor deberá optimizar su cartera con el objeto de minimizar el nivel de riesgo de mercado, y maximizar el rendimiento adquirido.

iv. La Beta

La Beta constituye una medida de sensibilidad. La misma mide cómo es afectado el rendimiento de un activo en función del riesgo de mercado, calculada como una

regresión entre el exceso de retorno de un activo con relación al primero. La expresión matemática de la misma es la siguiente:

$$\beta = \frac{Cov a; m}{\sigma^2_m}$$

Donde

β Representa la beta del activo

$Cov a; m$ Representa la covarianza entre el activo y el mercado

σ^2_m Representa la varianza del mercado

Según el modelo CAPM, la estimación de esta medida se debe realizar de manera relativa al mercado y para ello, existen diferentes maneras de calcularla. Una de ellas es lo que se conoce como Betas Históricas de mercado, donde se debe llevar adelante un análisis de la evolución del rendimiento del activo y del mercado en un período de tiempo determinado.

En este modelo, lo que se debe realizar es una regresión de los retornos del mercado (R_m) y los de la acción de la empresa sujeta a análisis (R_i).⁴

$$R_i = a + bR_m$$

Donde

R_i Corresponde al rendimiento de la acción de la empresa

R_m Corresponde al rendimiento del índice de mercado

a Es la intercepción de la regresión

b Es la pendiente de la regresión que viene dada por la ecuación mencionada

antes: $\frac{Cov a; m}{\sigma^2_m}$

⁴ El presente análisis supone que las compañías analizadas son públicas. Para empresas de capital privado el procedimiento es diferente pero no será analizado en el presente trabajo.

Podemos entonces comprender que la Beta es la pendiente, midiendo de esta manera el nivel de riesgo de la acción bajo análisis. Mientras que la intercepción nos permite conocer como ha sido el desempeño en relación al mercado.

Existen tres cuestiones importantes que deben decidirse al momento de llevar adelante el proceso de regresión:

- La amplitud del período de tiempo que se considerará para llevar adelante la regresión: a mayor amplitud mayor cantidad de datos disponibles pero las características de riesgo de la empresa pueden haber cambiado sustancialmente, como por ejemplo el nivel de apalancamiento.
- El intervalo de los retornos analizados: estos pueden ser diarios, semanales, mensuales o anuales. Al trabajar con mayor cantidad de datos, como sucedería con los rendimientos diarios, se corre el riesgo de introducir un mayor desvío a la estimación principalmente por momentos de no negociación.
- La selección del índice: Es usual utilizar el índice de mercado en dónde es negociada la acción en cuestión. La cuestión planteada por Damodaran es si esta estimación representa adecuadamente a un inversor que se encuentra globalmente diversificado, donde quizás es correcto recurrir a un índice global. Entendiendo que la clave está en comprender quién es el inversor marginal para el que se está haciendo el estudio y como se encuentra compuesta la cartera de éste; si posee un portafolio global sería adecuado recurrir a un índice global.

En la práctica habitual se utilizan los retornos del SP500, si el análisis se realiza sobre acciones de empresas estadounidenses. Sin embargo, se debe tener en cuenta que el principio subyacente del CAPM implica que el índice debería incluir todos los activos, lo cual no sucede en este caso, y por lo tanto se introduce un sesgo en el análisis.

Otro mecanismo para estimar el Beta es a través de los *fundamentals*, es decir a través de las cuestiones que hacen al negocio y a las decisiones tomadas por el management. Hay tres variables que van a determinar este tipo de Betas:

- El tipo de negocio en que opera la firma bajo análisis: cuanta mayor sensibilidad tenga éste, mayor será la beta buscando reflejar un mayor riesgo asociado. Es

por ello que es importante detectar si la empresa opera en un mercado cíclico. De ser así, entonces la beta será mayor. Otro aspecto a tener en cuenta es el nivel de elasticidad de la demanda al producto comercializado. Cuanto más inelástica sea la demanda menor será la beta. Lo mismo sucede con el caso de la discrecionalidad en la compra, es decir, cuán necesario es para el consumidor. Las organizaciones que comercializan productos de primera necesidad deberían manifestar una menor beta.

- El nivel de apalancamiento operativo: se buscará analizar la relación de los costos fijos con respecto a los costos totales. Cuanto mayor sea la proporción de costos fijos dentro de los costos totales mayor será la beta dado que hay una mayor volatilidad en los ingresos operativos. Como en la mayoría de los casos, los costos fijos y los variables no encuentran discriminados dentro de en los estados contables, la mejor manera para poder analizar el apalancamiento operativo es estudiando los cambios que han sufrido los ingresos operativos en relación a las ventas:

$$\text{Grado de apalancamiento operativo} = \frac{\% \Delta \text{ Ganancia Operativa}}{\% \Delta \text{ Cambios en la venta}}$$

Si el nivel es alto entonces el cambio en las ganancias será mayor que el cambio en las ventas.

El tipo de negocio y el nivel de apalancamiento operativo están relacionados, en particular considerando que existen muchas actividades para la cual la estructura necesaria para llevar adelante la operación obliga a mantener un alto nivel de costos fijos que difícilmente pueda ser reducido por la dirección. La subcontratación laboral puede ser una acción correctiva que colabore en tratar disminuir los costos fijos, con el correspondiente impacto en la sensibilidad al mercado. Sin embargo, no en todas las industrias será posible llevar adelante este tipo de acciones.

- El nivel de apalancamiento financiero: el nivel de intereses sobre la deuda puede tener un impacto positivo o negativo sobre los ingresos. Entonces, si se deben pagar un valor importante de intereses se observará una mayor beta del equity que si el nivel de apalancamiento financiero fuera bajo. Para calcular la beta de una empresa que se encuentra apalancada:

$$\beta_L = \beta_u(1 + (1 + t)\left(\frac{D}{E}\right))$$

Donde:

β_L Es la beta apalancada

β_u Es la beta sin endeudamiento

t Es la tasa marginal impositiva

$\left(\frac{D}{E}\right)$ Es el ratio de endeudamiento de la empresa

La deuda genera beneficios impositivos. La tasa marginal impositiva es la tasa que afecta la última unidad monetaria ganada, que no suele ser igual a la tasa efectiva como consecuencia del beneficio generado por el pago de intereses de deuda. Por lo que si bien a medida que el apalancamiento de la empresa se incrementa la beta crece, la ganancia por el pago de intereses desacelera el proceso. Esto sucederá siempre y cuando el nivel de endeudamiento no comprometa la situación financiera llevando a mayores tasas de intereses como consecuencia del incremento del riesgo de bancarrota.

A quienes consideran que la madurez de la organización en análisis también afectará el nivel de sensibilidad. Una empresa joven con alto nivel de crecimiento es mucho más sensible a los cambios del entorno, debido a que sus ingresos son más volátiles. Por lo que, sería correcto medir la relación con respecto al riesgo de mercado, considerar el tipo de producto o servicio comercializado y la necesidad que satisface. Una pequeña firma que opera en un nicho de mercado, proveyendo un bien necesario no sufrirá la volatilidad.

El tipo de negocio y el apalancamiento financiero llevan a determinar la beta sin apalancamiento (β_u) que suele denominarse beta del activo.

Otra opción disponible, es recurrir a las *Bottom up Betas*. En este caso se parte del supuesto de que la Beta de un conjunto de dos activos surge del promedio ponderado de las betas de los dos por separado. Por lo que la beta de una firma es el promedio ponderado de la beta de los negocios en donde la misma opera. Pudiendo estimar la misma a partir de los siguientes pasos:

- Empresas comparables: Se deberá definir las características que hacen

comparables a otros jugadores del mercado con la organización, para poder definir el grupo que se utilizará para el análisis.

- Calcular las betas de las empresas comparables o de cada negocio en donde la firma opera. Para ello se deberá seleccionar un índice común a fin de realizar la regresión; determinar si se utilizará promedio simple o ponderado en función de la capitalización de mercado (siendo este recomendado al reducir el error estadístico); determinar si la beta sin endeudamiento de cada empresa o negocio (en función del ratio deuda-equity de cada una); se debe netear las posiciones en efectivo (cuyo beta es cercano a cero, y genera distorsiones). La fórmula necesaria para hallar el valor mencionado es la siguiente:

$$Beta \text{ sin apalancamiento sin efectivo} = \frac{Beta \text{ sin apalancamiento}}{\left(1 + \frac{Efectivo}{Valor \text{ de la firma}}\right)}$$

- Arribar a la “*bottom-up unlevered beta*” siendo ésta el promedio ponderado de las betas sin apalancamiento de cada las unidades de negocio, teniendo en cuenta la proporción que cada una representa dentro de la organización como un todo.
- Estimar el ratio *deuda- equity*, a valores de mercado y calcular la beta apalancada.

Este mecanismo permite calcular la beta para firmas que no han cotizado o que no disponen de suficiente información histórica. Al operar a través de promedios ponderados disminuye el margen de error estadístico. Sin embargo, lo más importante es que reflejará cambios en la estrategia del negocio actual o futuro.

Finalmente, nos encontramos con las Betas Contables o *Accounting Betas*. Para ello, se requiere utilizar la información contable del negocio bajo análisis. En este caso, la regresión contra el mercado se hará en función de las ganancias contables para el período deseado. Este método no es recomendable dado que muchas empresas brindan información que tiene un desvío considerable, así como también la influencia de las técnicas contables elegidas puede distorsionar los resultados.

v. Equity Risk Premium o Prima de riesgo

Dado que la inversión a analizar no está libre de riesgo, el modelo del CAPM indica que deberá recompensar al inversor por encima del activo libre de riesgo, para que

éste se encuentre motivado para colocar su capital en este activo y no en otro. La prima de riesgo puede definirse como la diferencia entre el retorno promedio esperado en el mercado de las acciones o del equity y de un activo libres de riesgo, para un período de tiempo dado.

Un factor que debe tenerse en cuenta en el proceso es la aversión del inversor al riesgo, es decir, el agrado o desagrado a exponerse a éste que puede tener. Por otro lado, se debe valorar el riesgo percibido en la inversión riesgosa promedio.

Para estimar *la equity risk Premium*, se puede optar por tres mecanismos: investigar cuáles son las expectativas a futuro de grandes jugadores; buscar las primas históricas; y recurrir a la información actual del mercado de capitales.

En el primer caso, se debe obtener la información individual sobre las primas que los directores de las grandes firmas estiman y luego calcular un promedio ponderado. Pero es muy difícil de llevar adelante, además de introducir una serie de sesgos importantes como ser: la apreciación particular de cada encuestado, no logran captar la volatilidad percibida y el plazo para el cual se proyecta puede no coincidir con el de la información obtenida.

Si se recurre a primas históricas, la mayor dificultad recae en la definición de los parámetros que se utilizaran dado el nivel de desvío que se introducirá. Habrá que definir el período de tiempo que se empleará para la muestra: si corto o largo. La relación en este caso vendrá dada por el hecho de que cuánto más cercana es la muestra mejor revelará el nivel actual de aversión al riesgo. Sin embargo, esto implica tener pocos datos para hacer la estimación. La elección del activo libre de riesgo también implica una decisión complicada. La tasa de este debería ser consistente con la que se usará para computar los retornos esperados. Finalmente, se deberá definir qué mecanismo matemático se empleará para calcular: promedio aritmético o geométrico, es decir, un retorno simple o un retorno compuesto. Algunos autores consideran que el primero puede exagerar la prima.

Como última consideración, algunos autores señalan la importancia de considerar si el negocio está localizado en mercado emergente, es decir, atiende principalmente a este mercado, más allá de la posibilidad de estar localizado físicamente en el mismo.

En ese caso, sugieren la posibilidad de incluir una prima adicional. Otros autores, sugieren que se debería analizar la posición del inversor marginal – en relación a la cartera de mercado global – y el nivel de riesgo diversificable que asume cuando toma una posición en este tipo de mercados. Si se encuentra altamente diversificado no sería necesario recurrir a este tipo de primas.

vi. El costo de la deuda

Es necesario conocer el costo que tiene para la compañía la financiación obtenida a través de terceros. Aquellos que le prestan dinero a la empresa, lo hacen a cambio de una retribución que constituye un costo para la firma y guarda relación con: las tasas de interés del mercado, el riesgo de incumplimiento o default, y el beneficio impositivo asociado a la deuda.

Costo de la deuda después de impuestos

$$= (Tasa\ libre\ de\ riesgo + Default\ spread)(1 - Tasa\ impositiva\ marginal)$$

A medida que las tasas de intereses se incrementan en el mercado, se elevaran las particulares para cada uno de los negocios. El Default Spread es una medida particular para cada firma, ya que busca plasmar el riesgo de que la firma no honre sus obligaciones. Si se incrementa la probabilidad de default, los acreedores exigirán un mayor retorno. La tasa impositiva marginal busca reflejar el beneficio asociado al endeudamiento por la posibilidad de deducirlos al momento del pago de los impuestos.

Para hallar el costo de la deuda, es necesario definir el nivel de riesgo de incumplimiento y el spread asociado para éste. Para ello, es posible observar dos escenarios:

- Que la empresa haya realizado colocación de bonos: estos deberían ser de fácil y amplia negociación. Se tendrá en cuenta el precio, con el cupón y la maturity. Si fuera el caso de un instrumento poco comercializado o con alguna característica especial, se puede obtener el default spread a través del rating o calificación crediticia que obtuvo.
- Que la empresa no haya realizado ningún tipo de colocación: en ese caso, no habrá disponible una calificación externa del riesgo asociado. Por lo que se puede recurrir a dos posibilidades:

- Analizar los préstamos más recientes para tener una idea mediante la comparación con otras tasas del mercado, cuál es el spread otorgado y poder hallar el costo de la deuda.
- Generar un rating sintético para hallar la calificación. Se deberá analizar a las empresas que cuentan con un rating elaborado por una Agencia de Calificación, y las condiciones financieras de éstas. En particular, el ratio de cobertura de intereses. Se podrá comparar con el de la organización bajo análisis y asociar el rating a través de esta comparación. Sin embargo, esto puede llevar a asociar una calificación por una situación particular que se manifestó en un ejercicio contable y que no representa la realidad por lo que es recomendable optar por trabajar con un promedio. Es relevante señalar que tener en cuenta un solo índice puede generar un sesgo importante a la hora de evaluar la salud financiera de cualquier ente.

Con relación a los restantes componentes del costo de la deuda, es necesario hablar sobre la tasa de interés. En general, se recurre a la tasa de intereses a la cual la empresa se endeudó en el pasado o la tasa de cupón en caso de que haya realizado una emisión. Sin embargo, lo que se debe conocer es a qué tasa de intereses podría hacerlo para la siguiente colocación o tomar de deuda. En consecuencia, recurrir a la tasa “histórica” no es inválido, pero no refleja la realidad financiera, que debe considerar el estado actual y completo de la empresa.

Como se mencionó anteriormente, existe un beneficio impositivo asociado con el endeudamiento dado que los intereses son deducibles del pago de impuestos.

Costo de la deuda después de impuestos

$$= \text{Costo de la deuda} (1 - \text{Tasa impositiva marginal})$$

Este beneficio se obtendrá siempre y cuando la empresa logre mantener un equilibrio. Si el endeudamiento de la misma es demasiado elevado la ventaja impositiva se ve anulada por el crecimiento del costo de la deuda como consecuencia del incremento del *default spread*, ante el crecimiento del riesgo por bancarrota.

vii. La construcción del WACC

Una vez que se ha calculado por separado el costo de la deuda y del equity, es necesario determinar la proporción de cada uno dentro del capital total del negocio.

Todos los activos que una empresa posee deben estar respaldados por capital propio o por deuda. La suma de ambos conforma el valor total de la organización. Los valores del equity (E) y de la deuda (D) – neta de efectivo - deberían introducirse a valor de mercado no a valor de libro. Para hallarlos se debe considerar que muchos de los elementos que componen el pasivo de la empresa no se comercializan en el mercado – por ejemplo, un préstamo bancario – por lo que se podría tomar como valor de mercado el indicado en los libros. Otra opción sería tratar a la deuda total como un bono cupón, y mediante la fórmula correspondiente hallar su valor, que sería equivalente determinar el precio al que debe ofrecerse. En el caso del equity, se debe multiplicar la cantidad de acciones cotizantes en el mercado por su precio actual.

Habiendo encontrado estos dos últimos elementos, se poseen todos los componentes necesarios para obtener el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC o CPPC) para la empresa bajo análisis. La fórmula es la siguiente:

$$r_{WACC} = \frac{E}{D + E} r_E + \frac{D}{D + E} r_D (1 - t_c)$$

Donde:

E Corresponde a la proporción del equity o capital propio.

D Corresponde a la proporción de la deuda.

r_E Es el costo del equity o capital propio

r_D Es el costo de la deuda

t_c Es la tasa impositiva efectiva

La tasa de impuesto efectiva (t_c) surge de dividir el EBIT por los impuestos. De esta manera, quedará evidenciado el beneficio fiscal por la deuda. Algunos autores como Berk y DeMarzo (2014) entienden que no es necesario llevar adelante ningún ajuste adicional ya que la ganancia por el escudo fiscal queda plasmada a través de la tasa de descuento.

Tanto Damodaran (2006) como Berk y DeMarzo (2014), coinciden en identificar a este método como el adecuado para valuar empresas que poseen un ratio de endeudamiento constante en el tiempo

3.1.1.2. Flujo de fondos del equity

Permite determinar el valor de una firma a partir de los flujos de fondos disponibles para el accionista. Para ello, se debe partir de la ganancia neta de la firma e incorporar el efecto de la variación de la deuda, es decir los intereses y la deuda neta. El resultado permitirá conocer el monto disponible que la empresa puede utilizar para el pago de dividendos como así para la recompra de acciones. Se hallará el nivel de dividendos potenciales que la empresa tendría capacidad de pagar.

Berk y DeMarzo (2014) plantean el análisis del flujo de caja del equity desde el flujo libre de la firma:

$$FCFE = FCF - \underbrace{(1 - \pi_c)(\text{Pago de intereses})}_{\text{Gastos de intereses después de impuestos}} + (\text{Necesidad de financiamiento})$$

Donde:

FCF Son los flujos libres de la firma

π_c Tasa impositiva

Los flujos de fondos proyectados deberán descontarse al costo del capital propio o del equity. Es decir, sólo considerando el retorno requerido por aquellos inversores que deseen participar en el capital de la empresa. El cálculo del costo del capital sigue en línea con lo expuesto anteriormente para el análisis del WACC.

$$V_0^L = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCE_t}{(1 + r_e)^n}$$

Donde,

V_0^L Valor del activo en el momento inicial, con financiamiento.

FCE_t Flujo de fondos del equity

- t Período de tiempo analizado
- r_e Tasa de descuento – Costo del equity
- n Período de capitalización

Este modelo es útil, según señala Damodaran (2006), pero deberán realizarse adaptaciones en función de la tasa de crecimiento de la empresa y los cambios que se espera enfrenten con el paso del tiempo. Sin embargo, sería recomendable llevar adelante una valuación por este método cuando es de esperar que la empresa pueda sufrir un “takeover” o si puede haber cambios en la dirección de la empresa, lo que podría impactar en el precio de la acción.

Berk y DeMarzo (2014) resaltan la importancia de que el apalancamiento y el nivel de riesgo se mantengan constante a lo largo del tiempo, caso contrario, el análisis se volverá muy engorroso puesto que deberá re calcularse constantemente el k_e para cada período. En el caso de evaluar un proyecto de inversión, la simplificación en su implementación se dará cuando el riesgo y el apalancamiento del proyecto sean iguales que los de la empresa.

Otro inconveniente, es que se requiere que se calcule el nivel de deuda para cada período comprendido, lo que hace necesario conocer previamente el valor de la empresa. Esto genera una estructura de pensamiento circular que hace muy difícil su implementación sin antes haber aplicado una valuación por WACC de los flujos de caja de la firma.

3.1.1.3. Valor presente ajustado

Consiste en determinar el valor de la empresa sin apalancamiento para luego medir por separado el valor correspondiente al escudo fiscal que surge por la deuda.

El valor de la empresa sin apalancamiento se estima:

$$\text{Valor de la firma sin endeudar} = \frac{FCFF_0(1 + g)}{\rho_u - g}$$

$FCFF_0$ Flujos de fondos libres de la firma

g Tasa de crecimiento esperada de los flujos de fondos

ρ_u Costo del capital sin apalancamiento

Es importante señalar que como bien remarcan Bready, Myers y Allen (2010), Modigliani y Miller explicaron que la política de financiamiento es independiente de la decisión de inversión. No es relevante cómo se financie un proyecto de inversión, sino que lo que debe importar es si el mismo es viable o no.

Teniendo en cuenta lo anterior, es que el método del APV es útil. De esta manera, es posible analizar el proyecto en sí mismo, independientemente de cómo se decida financiar. Para luego, considerar los posibles beneficios fiscales por el pago de la deuda tomada.

La tasa para descontar los flujos deberá ser el costo del capital sin apalancar, para ello Damodaran (2006) sugiere desapalancar el Beta previamente calculado y recalculan la tasa, sin considerar el impacto del escudo fiscal.

Berk y DeMarzo (2014) sugieren un acercamiento más simple. Directamente consideran que es adecuado calcular el costo del capital omitiendo el impacto fiscal en la tasa:

$$WACC = r_D * D/V + r_E E/V$$

Donde:

$WACC$ Costos Promedio Ponderado del Capital

r_D Costo de la Deuda

D/V Proporción de la deuda en el valor total de la firma

r_E Costo del capital propio

E/V Proporción del capital propio en el valor total de la firma

Al valorar proyectos de inversión, que tienen un nivel de riesgo diferente al de la empresa, lo que proponen es calcular el costo del equity sobre la base de comparables considerando el costo de los activos.

Adicionalmente, y para llegar al valor de la empresa, deberá calcularse el valor actual de los beneficios fiscales por el endeudamiento. Los beneficios surgirán del cálculo siguiente:

$$\text{Valor de los beneficios impositivos} = t * Kd * D$$

Donde

t Tasa impositiva

Kd Costo de la deuda

D Deuda total

Siendo el resultado de multiplicar la tasa de impuesto, por el costo de la deuda y la deuda en sí misma. Estos deberán actualizarse a una tasa de descuento que refleje el nivel de riesgo. Berk y DeMarzo (2014) sugieren que si el nivel de endeudamiento es constante debería descontarse al costo del capital, en tanto el nivel de deuda dependerá de los flujos de fondos ya que la empresa deberá ajustarla para mantener el ratio constante. De ser así, entonces el riesgo es similar al riesgo de los flujos de fondos. Sin embargo, si el nivel de endeudamiento varía, entonces el riesgo es similar al de la deuda y debería descontarse al Kd .

Es necesario considerar que, si hubiera otro tipo de costos adicionales que podrían impactar positiva o negativamente en el valor de la empresa como ser costos por quiebra (si la empresa se encontrará muy apalancada) o por deuda subsidiada.

Damodaran (2006) considera que el valor que se obtiene a través del APV puede ser más conservador que el que se obtiene mediante el análisis del flujo de la firma. Berk y DeMarzo (2014) consideran que sin importar el método seleccionado si se mantiene consistencia en los supuestos cualquiera de los caminos seleccionados debería reportar el mismo valor.

Al analizar los flujos en cualquiera de los mecanismos anteriores, se vuelve necesario determinar qué sucederá con la empresa. En algunos casos se buscará determinar el valor terminal, como si fueran a deshacerse del negocio al final del período analizado. Sin embargo, cuando se analiza la posición de un inversor que no posee el control

sobre la firma, lo mejor es suponer que la empresa continuará funcionando y para ello se deberá calcular una perpetuidad. Es decir, suponiendo que los flujos de fondos estimados para el último período se replicarán de forma perpetúa. En ese caso, se deberá aplicar la fórmula de perpetuidad:

$$VP = \frac{C}{r - g}$$

Donde:

VP Valor de la Perpetuidad

C Flujos de fondos correspondientes al último período

r Es la tasa de descuento

g Tasa de crecimiento de los flujos al largo plazo

Los flujos de fondos correspondientes al último período que se deberán descontar a la diferencia entre el WACC, y la tasa de crecimiento que se espera se mantendrán en el largo plazo. Este valor corresponde a la perpetuidad en el último período y deberá actualizarse al momento cero para constituir el valor presente de la empresa.

En términos generales, se estima que el crecimiento de una empresa madura tenderá a igualar el crecimiento de la economía en su conjunto en el largo plazo.

3.1.2. Valuación por múltiplos o relativa

El valor del activo, según explica Damodaran (2006), surgirá de la comparativa con otro activo. En este caso, el supuesto subyacente será que el mercado valúa correctamente por lo que una diferencia en el precio indicaría un error que con el tiempo el mercado deberá corregir. La base para el armado de los múltiplos es recurrir a variables comunes a fin de estandarizar valores a lo largo del mercado para una industria.

Este modelo es fácil de aplicar, permitiendo obtener una aproximación rápida del valor de una empresa. Pero requieren que haya una cantidad considerable de firmas que puedan utilizarse para el armado del múltiplo. Asimismo, este requerimiento hace al mecanismo fácilmente manipulable, ya que será necesaria la definición de las

características propias del objeto de estudio para definir el grupo que se utilizará como comparable. De esta manera, el análisis puede introducir un fuerte sesgo en la valoración desde el momento cero.

Existen diferentes tipos de múltiplos. El siguiente cuadro muestra en resumen los principales, según lo desarrollado en Damodaran (2006):

Cuadro N°3: Análisis por múltiplos

Tipo	Ejemplos
De Ganancia / Cash	Price – Earning Enterprise value / EBIT Enterprise value/Free Cash Flow Enterprise value/EBITDA
De valor de Libros	Price to book value
De Ventas	Price - Sales

Fuente: Elaboración propia en base información desarrollada durante el apartado del Marco Teórico

3.1.3. Resumen

En el siguiente cuadro se resumen los diferentes métodos desarrollados anteriormente.

Cuadro N°4: Resumen Marco Teórico

Valuación por Fundamentales	Discounted Cash Flow	Flujo de la firma (WACC)	Los flujos de la firma luego de cumplir con las obligaciones de capital y deuda	Se descuentan al costo promedio ponderado del capital o WACC.
		Flujo del Equity	Los flujos que tendrá disponible para pagar dividendos o recomprar acciones	Se descuentan al costo del equity (kd)
		APV	El valor de la empresa es la suma del valor de la misma sin apalancamiento y del valor actual del escudo fiscal y de otras imperfecciones	El valor de la empresa sin apalancamiento surge de descontar los FCF sin considerar el escudo fiscal. El escudo fiscal se descontará a la misma tasa o al costo de la deuda dependiendo si el nivel de endeudamiento es constante.
Valuación Relativa	El valor de la empresa surge a través del análisis de múltiplos que se construyen mediante la observación de empresas comparables en la industria. Se supone que el mercado está en lo correcto, y que un error individual eventualmente se corregirá.			

Fuente: Elaboración propia en base información desarrollada durante el apartado del Marco Teórico

3.4 Método de Trabajo seleccionado

El trabajo que se desarrollará a continuación toma las bases del esquema planteado por Palepu, Healy y Bernard (2002), mediante un estudio de la empresa, de la industria donde se desempeña y su contexto competitivo (Análisis de la estrategia competitiva de la empresa) Más adelante, se procederá a descomponer los estados contables mediante un análisis horizontal – comparativo año a año de los valores de los primeros rubros – y un análisis vertical – comparando valores en cada año en relación con conceptos relevantes como ventas o gastos. De esta manera, podremos detectar cuestiones relevantes a la exposición de la información (Análisis Contable) Finalmente, retomaremos la información expuesta en los estados contables para desarrollar los principales ratios financieros (Análisis Financiero) Estos nos permitirán comprender la operativa y la salud financiera de la organización. Con toda la información antes mencionada, podremos llevar adelante la proyección de los flujos

de fondos (Análisis Prospectivo) en función de las expectativas sobre la empresa y el mercado.

El método de valuación que se aplicará será el análisis de los flujos de fondos de la firma mediante WACC o CPPC (Costo promedio ponderado del capital) teniendo en cuenta que la empresa mantendrá constante el ratio de deuda-equity, y el nivel de riesgo permanecerá constante. De esta manera, el k_e se mantendrá constante haciendo más simple la implementación de este modelo. Independientemente del método seleccionado, según lo expuesto por Berk y DeMarzo, mientras se mantenga la consistencia en los supuestos cualquier de las metodologías deberían conducir al mismo resultado.

4. Marco Metodológico

En función de los objetivos propuestos, tanto general como particulares, para este trabajo se aplicará una metodología de trabajo mixta mediante relevamiento bibliográfico, análisis de indicadores de gestión y estados contables.

Es por ello por lo que el estudio será principalmente descriptivo, a fin de definir cómo es y cómo se manifiesta la organización actual. Así como también se buscará especificar las características relevantes de las personas que la componen, los segmentos de mercado donde opera, los canales de distribución que emplea y los consumidores finales a los que dirige su oferta que serán sometidos a análisis. Se seleccionará una serie de cuestiones y se medirá, con la mayor precisión posible, cada una de ellas independientemente, para así describir cada uno de los elementos anteriores. Asimismo, el trabajo deberá orientarse en algunas a etapas hacia un estudio explicativo ya que buscará responder a las causas que motivan la decisión de negocio, así como también los fenómenos que se manifiestan en el segmento de mercado atendido. Finalmente se centrará en explicar por qué debería optarse por la compra o la venta de las acciones de la empresa bajo análisis y en qué condiciones se arriba a la recomendación anterior, o por qué determinados elementos están relacionados y generan los resultados proyectados.

5. La Industria

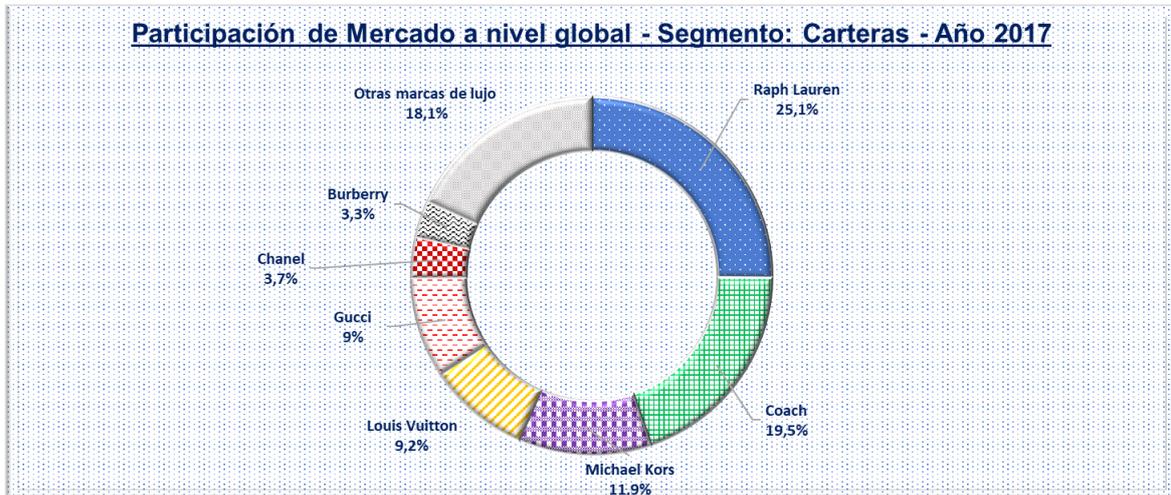
La empresa Michael Kors, objeto de la presente valuación, se dedica a la fabricación y comercialización de accesorios, indumentaria, calzado, joyería y perfumería. El segmento de mercado en el que considera que se encuentra compitiendo es en el mercado del lujo, aunque en algunos casos hace referencia a la gama baja de este, denominada “accesible”. En este apartado se realizará un breve análisis sobre la industria, el consumidor y las principales tendencias que caracterizan el entorno competitivo de la firma.

5.1 Características del Mercado

Con el concepto de “bien de lujo” se busca describir a aquellas mercaderías que no son necesarias pero que son deseadas por cuestiones intangibles que son valoradas por la sociedad. De esta manera, a través de su consumo se obtiene un determinado posicionamiento social. Según un artículo elaborado por la consultora Bain & Company (2016), un producto de lujo es un producto Premium que además de ofrecer una calidad superior en su categoría, posee una estética identificable, es exclusivo e internacional. El mercado en donde se comercializan este tipo de productos es muy amplio en cuanto a la variedad y diversidad. En el mismo, coexisten prendas de vestir con automóviles, yates, aviones, hotelería, joyería, entre otros.

Se trata de un mercado muy fragmentado, competitivo y dinámico, lo que obliga a las organizaciones a estar preparadas para adaptarse rápidamente a los cambios en los gustos y en las demandas de los consumidores, cuyo perfil se desarrollará más adelante en detalle. Existen grandes jugadores tanto locales como internacionales que se encuentran compitiendo a nivel global. Se puede mencionar a: Marc Jacobs, Ralph Lauren, Calvin Klein, Vera Wang, Tory Burch, Kate Spade, Diane Von Furstenberg, Tom Ford, Alexandre Wang, entre otros. A continuación, se presenta como se encuentra distribuido el mercado de las carteras de dama:

Gráfico N°1: Participación en el mercado mundial de las carteras de lujo en el año 2017



Fuente: Elaboración propia a partir de información recabada

En el gráfico se puede apreciar, que Michael Kors se encuentra tercera a nivel mundial indicando que aún no ha podido alcanzar su objetivo de liderar el mercado de los accesorios femeninos – cuyo principal componente son las carteras.

Dentro de la industria del lujo, es posible diferenciar diferentes segmentos. Si se considera el poder adquisitivo de los consumidores, se podría ubicar a la marca en el más bajo o de límite junto con su principal competidor – Coach. Una de las razones para posicionarlo en este punto es que, ambas organizaciones realizan promociones y descuentos para captar la atención del mercado, algo poco frecuente en un mercado premium. Este tipo de actividad nos permitiría asociarlas con el concepto de “*lujo accesible*”⁵, un nicho que, ha mostrado un crecimiento importante particularmente después de la crisis de 2008.

5.2 Consumidores

Los individuos que consumen este tipo de productos constituyen una demanda inelástica, es decir, que el precio no será un factor relevante a la hora de decidir la

⁵ CHEONG, YANG, PENG, ONG. *Fundamental Analysis Department Consumer Industry Report on U.S. Luxury Goods*. NUS Investment Society. Pag.16.2014

compra, sino que participará como un elemento informativo. Les permite conocer cuán exclusivo es aquello que desean adquirir.

Este tipo de consumidor es muy exigente en cuanto a la calidad y el diseño brindado a través de los productos. El alto prestigio que estos poseen es utilizado como una manera de dar a conocer la riqueza propia de quien lo adquiere, otorgándole un status social. Por ejemplo, una cartera debe cumplir con la función básica de transportar efectos personales, y por ello, se debe pagar un determinado valor para adquirirla. Sin embargo, existirán mujeres dispuestas a pagar un mayor precio ante una equidad de funcionalidad, porque se encuentran deseosas de lograr un estatus social y la cartera puede dárselo. Detrás de la marca existe una idea asociada a un determinado nivel de patrimonio.

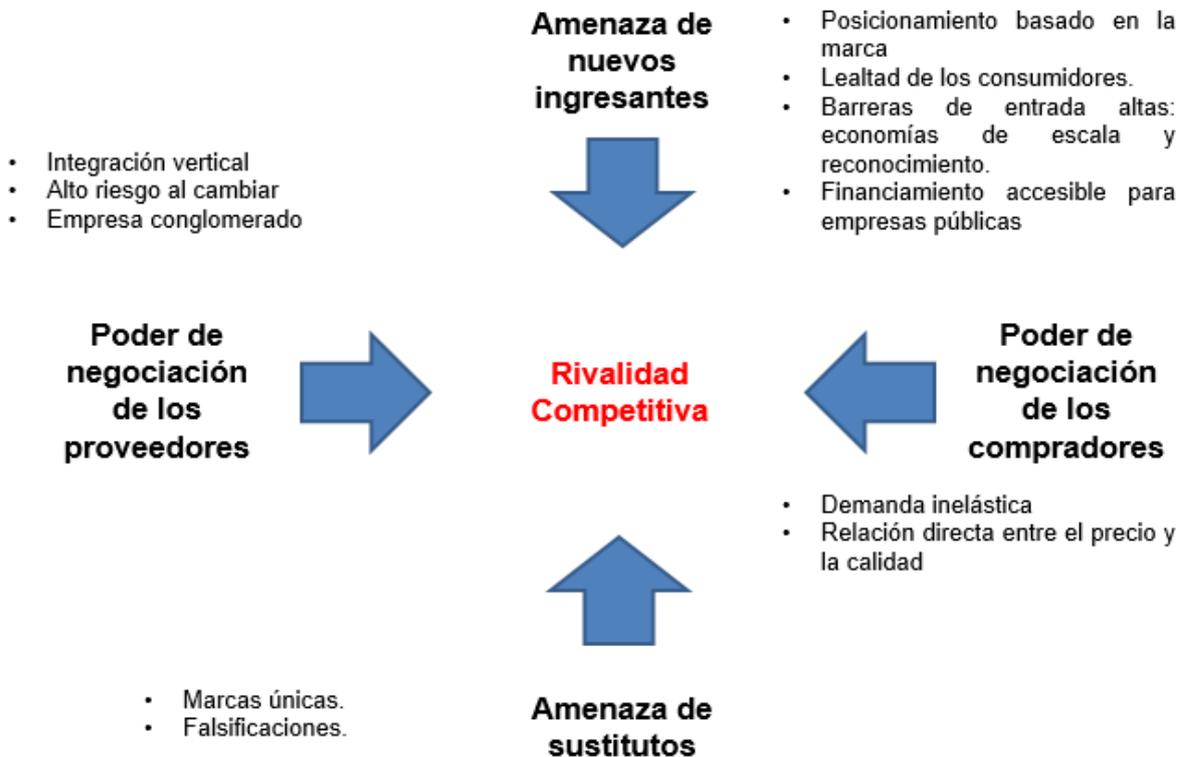
Según la Teoría del Consumo Conspicuo (Bagwell & Bernheim 1996), este tipo de patrón de consumo se puede deber a dos motivos: la comparación individual y la emulación pecuniaria. A esto se lo define como el efecto Veblen. El primero hace referencia a la diferenciación; donde los miembros de la clase alta consumen determinados bienes para distinguirse de la clase baja. El segundo motivo implica que los miembros de la clase baja buscan a través de lo consumido ser percibidos como de una clase superior.

Para el presente estudio es importante remarcar que cuando un bien de lujo sufre una reducción en el precio de comercialización, puede incrementar sus ventas en lo inmediato, pero en el largo plazo éstas empezarán a caer. Un mayor número de personas pueden acceder a los productos con mayor facilidad. Sin embargo, los individuos con mayor capacidad de compra empiezan a percibir la masificación, por lo tanto, la pérdida de status social. Esto produciría entonces un crecimiento en el corto plazo de las unidades vendidas mientras que el largo plazo se producirá una caída sustancial colocando a la empresa en una posición peor a la inicial.

5.3 Cinco Fuerzas de Porter

A continuación, analizaremos las diferentes fuerzas que afectan a la industria.

Cuadro N°5: Las cinco fuerzas de Porter para Michael Kors



Fuente: Elaboración propia

Dependiendo la categoría de producto, las bases sobre las cuales compete son: precio, estilo, servicio, calidad y prestigio de la marca. La cantidad de jugadores que existen en el mercado es alta y todos poseen diferentes características. La compañía reconoce como competidores en diferentes negocios a productores, importadores, o bien, distribuidores. La capacidad financiera, operativa y logística de cada uno es muy diferente haciendo muy difícil contrarrestar los ataques en los diferentes sectores.

Existen barreras para la entrada ante la amenaza de nuevos ingresantes, sin embargo, la competencia es intensa. Por un lado, el posicionamiento viene dado por la marca, y lo que con ella se encuentra asociado, haciendo difícil para quien no es conocido competir en el mercado contra otras ya establecidas.

El tipo de industria da lugar a economías de escala por lo que es necesario un nivel de volumen productivo adecuado a fin de controlar los costos vinculados. Si bien esto haría difícil el ingreso de nuevos participantes, la tercerización de la manufactura, sin

acuerdos de exclusividad, y la aparición de un diseñador disruptivo podría disminuir el efecto.

La cuestión del financiamiento también juega un papel relevante. Las organizaciones ya instaladas que se han vuelto públicas tienen la posibilidad de acceder a financiación a costos más competitivos que aquella que comienza como un emprendimiento particular de un diseñador.

Por lo que podríamos concluir que, los aspectos competitivos que en la actualidad marcan la diferencia son: tamaño y nivel de diversificación, condiciones financieras y acceso a financiamiento, características tecnológicas y productivas, política de ventas y de marketing, así como de distribución.

Corresponde analizar el poder de negociación de las dos puntas del canal: los compradores y los proveedores. Los compradores finales del producto – el consumidor – constituyen una demanda inelástica, dado que los bienes no son necesarios. La percepción de estos está asociada a los precios a los que son comercializados dado que una disminución en lugar de incrementar la demanda es percibida como una caída en la calidad y, por lo tanto, no generaría un incremento en las ventas. Los clientes, que son las grandes cadenas actúan como intermediarios, tienen poder de negociación considerable puesto que suelen estar ubicados en zonas con alto tráfico, cuentan con la infraestructura y garantizan niveles de compra elevados.

Con relación al poder de los proveedores, que algunas firmas han optado por integrarse verticalmente hacia atrás mientras que otras – como es el caso de la analizada particularmente – mantienen una relación basada en la confianza, sin acuerdos escritos. En el primer caso, el poder pasa a ser nulo mientras que, en el segundo, es alto. El costo de cambiar de proveedor es muy alto dado que se requiere fábricas altamente especializadas y con un alto nivel de know-how. Solo así se podría llevar adelante el proceso productivo sin comprometer la calidad final.

Los distribuidores juegan un papel importante. Durante 2016, muchos de estos se vieron afectados por la contracción en el consumo lo que los llevo a cerrar o cambiar de propiedad. Lo mismo sucedió en el caso de las grandes tiendas que comercializan

el producto en el formato “tienda en tienda”, produciendo un fenómeno de concentración. Las compras de los mayoristas se redujeron, así como el espacio que asignan a las diferentes marcas para la presentación de sus propios bienes. Por esta razón, el poder de negociación es mayor. Para tratar de enfrentar el problema de la caída de las ventas, el canal ha respondido con una serie de medidas promocionales. Estas atentan contra la política de precios determinada por los fabricantes haciendo necesario, en algunos casos, que se regule el acceso al producto para evitar una sobre exposición de los bienes.

Finalmente, llegamos a la amenaza por ingreso de productos sustitutos. Particularmente, dado que cada marca tiene una valoración especial para el consumidor la posibilidad de sustituirlo con otro es baja. Sería necesario encontrar otro bien que pueda darle lo mismo – desde el punto de vista intangible. Las empresas en esta industria trabajan arduamente para asegurarse de que sus marcas sean percibidas como únicas.

Las falsificaciones se han vuelto más comunes y en algunos casos son excelentes copias que sólo una persona muy entrenada podría detectar las diferencias. El impacto real de éstas sobre las ventas es algo que aún no se ha podido cuantificar. Sin embargo, se invierten altas sumas en combatirlas. La lógica detrás del consumo de lujo implica que aquel que compra este tipo de productos no compraría uno falso puesto que no podría hacerse del valor intangible que este trae implícito. La contracara de este análisis también está vinculada con el valor que se le otorgan a los bienes, puesto que si es una cuestión de “apariencias” y de acceso a un determinado nivel social podría accederse mediante el bien no verdadero.

Es por todo lo antes expuesto que podemos concluir que la rivalidad competitiva tiende a ser alta. La competencia intensa se da sobre categorías como: estilo, precio, servicio al cliente, calidad, prestigio de la marca. La presión sobre los precios es generada por los mismos competidores al intentar ganar una mayor participación. Si el ambiente competitivo se vuelve muy promocional – como estuvo sucediendo en el último año – la presión a la baja de los precios generaría una disminución de las ventas y la consecuente caída de los márgenes brutos debido a los altos costos fijos operacionales.

5.4 Tendencias

La industria del lujo comenzó a expandirse en el año 2008 y según los datos que reporta la firma Bain & Company (2016), continuará creciendo hasta el año 2020. Se estima que, para entonces, el gasto en este sector superará los 880 mil millones de euros, un 20% más que en 2014. En ese mismo año, el mercado atraía a 380 millones de consumidores mientras que para 2020 se espera que ese número se eleve hasta 440 millones de personas.

En 2015 el volumen negociado llegó a los 253 mil millones de euros de ganancia, mostrando un menor crecimiento, tendencia que se mantuvo en 2016. La consultora Bain & Company (2016) espera un crecimiento sostenido que rondaría entre 2% y 3% hasta 2020. Sin embargo, la previsión tiene una fuerte confianza en el desarrollo de China. Se espera que el consumidor chino de clase media sea responsable del 34% del consumo de productos de lujo.

Cuadro N°6: Principales tendencias del mercado del lujo

Estados Unidos	<ul style="list-style-type: none"> • Se ha acentuado la caída del consumo de este tipo de productos como consecuencia de la disminución del turismo
Latinoamérica	<ul style="list-style-type: none"> • Creció el consumo local debido al aumento del turismo
Europa	<ul style="list-style-type: none"> • Disminución del consumo, debido a la caída del turismo como consecuencia de los atentados terrorista y la solicitud de datos biométricos para las visas
China	<ul style="list-style-type: none"> • Ha experimentado crecimiento después de tres años de caída, y se espera que se consolide la tendencia en particular en lo que es China Continental. Taiwán se mantiene constante mientras que Hong Kong y Macao presentan condiciones difíciles.
Japón	<ul style="list-style-type: none"> • Principal mercado para los productos de lujo – con tasas superiores al 5% de incremento. Se ha detectado una leve desaceleración como consecuencia de la caída en la recepción de turistas desde China.
Corea del Sur	<ul style="list-style-type: none"> • Experimenta un importante crecimiento sostenido por el turismo chino.
Resto del Mundo	<ul style="list-style-type: none"> • En términos general el mercado asiático ha presentado tasas de crecimiento del 1% anual a valores constantes. • El resto del mundo presenta una tasa de crecimiento del 2% a valores constantes (Caso contrario es del 0%) • Medio Oriente sigue en contracción. Oceanía se mantiene constante mientras que África posee potencial que podría ser desarrollado en los próximos años.

Fuente: Elaboración propia en función de la información recolectada

Los factores que han estado detrás de la merma en el crecimiento de las ventas son: cambios en el consumo de las modas o tendencias, ambiente de ventas altamente promocional, caída del turismo mundial, efectos de política monetaria, reducción del consumo o gasto personal, entre los principales. Sin embargo, un cambio en las preferencias de los consumidores es el que más preocupación genera: el deseo de orientar el consumo no tanto en bienes sino en experiencias. Esta modificación ha impulsado el consumo de experiencias de lujo.

La mayor contracción se observó en el caso de los accesorios, que han sido el motor del desarrollo para firmas como la sujeta a análisis. La caída en los ingresos se ha observado también el caso del calzado, indumentaria y relojes de lujo.

Pro Chile en su “Estudio de Mercado Diseño de Autor en Vestuario en Estados Unidos” – en donde coloca a Michael Kors como líder - elaborado en 2014 menciona que existen algunas tendencias mundiales de consumo que están afectando al mercado de indumentaria, en particular: *“preferencia por productos amigables con el medio ambiente; reducción brecha entre interés y compra, logrando satisfacción instantánea (captura compra impulsiva); abrumador deseo de disfrutar bienes de lujo; lujo para más consumidores (se ha vuelto alcanzable); consumidores que confían cada vez más en la tecnología móvil en compras online (popularidad de apps seguirá en aumento; facilidad para filtrar el tipo de información a recibir a través de medios sociales; consumidores se han vuelto una audiencia más visual.”*

6. Estudio General de la Empresa

Michael Kors, renombrado y premiado diseñador de moda, lanzó su marca homónima hace 30 años en los Estados Unidos. Originariamente buscó posicionarla como marca de lujo de ropa deportiva americana, para luego transformarla en una compañía global dentro del mercado de lujo de los accesorios, del calzado y de la indumentaria con presencia en más de 100 países. Su estilo actual combina una actitud elegante y deportiva.

El éxito alcanzado se debe a un conjunto de factores entre los que se destacan: los diseños originales, el empleo de materiales suntuosos y una mano de obra distintiva.

6.1 Clientes y Consumidores

Para comercializar sus productos recurre a diferentes canales, a fin de poder llegar de manera directa e indirecta al consumidor final. Por ello entre sus clientes se encuentran grandes almacenes, agentes o licenciatarios que dependiendo el caso se encargan de la distribución y/o la comercialización de sus productos.

El consumidor final de la firma posee ciertas características propias más allá de las generales que se observan para el mercado donde opera. Pero es importante señalar que en el caso del segmento bajo – lujo accesible – la demanda no es perfectamente inelástica.

Gráfico N°2: Características del consumidor de Michael Kors



Fuente: Elaboración propia sobre la base de la información analizada

El problema recae en la diferencia que existe entre quien consume el producto de lujo y aquel que buscará un bien accesible, aún de lujo. Uno responderá a calidad, a la diferenciación, al diseño. Mientras que el segundo tendrá en cuenta todo lo anterior, pero tendrá en cuenta el precio a la hora de toma de decisión de compra.

6.2 Líneas de Productos

Michael Kors presenta anualmente tres colecciones: *Michael Kors Luxury Collection*, *Michael Kors Mens line* y *MICHAEL Michael Kors accessible Luxury Collection*. Una característica distintiva de la marca es la utilización de materiales de alta calidad tales como cueros o pieles exóticas.

The Michael Kors Collection

Es una línea destinada únicamente a mujeres, caracterizada por brindar lujo comfortable sin perder el *glamour*. Su oferta está compuesta por accesorios, calzado y vestimenta.

La colección Michael Kors es la que establece la autoridad estética de la marca global, que luego se traslada a la marca MICHAEL y a la ambientación de todas las tiendas.



Fuente: Sitio Oficial Michael Kors

MICHAEL Michel Kors Collection

Presentada en el año 2004 como una manera de aprovechar una oportunidad en el mercado de lujo accesible. Ofrece accesorios, calzado e indumentaria a un precio más económico que la línea principal

Se caracteriza por unir tanto la moda con la funcionalidad, teniendo en cuenta que sus productos necesitan contemplar las necesidades de la amplia base de clientes a nivel global.



Fuente: Sitio Oficial Michael Kors

Michael Kors Mens

Hasta 2016 se ofrecía, a través de la colección principal, una pequeña gama de productos. Se decidió separar la línea de productos y crea una nueva colección. La propuesta busca proveer indumentaria (ready to wear), accesorios y calzados manteniendo un estilo "americano".



Fuente: Sitio Oficial Michael Kors

Productos bajo licencia

La empresa entrega el nombre de la marca para la fabricación, comercialización y/o distribución de los siguientes productos:

- Relojes: La producción de estos fue encargada a Fossil bajo licencia desde el año 2004.
- Lentes: Luxottica se encarga de desarrollar desde el año 2005 la línea de lentes bajo el nombre de la marca, que acompaña la presentación de las colecciones.
- Joyería: La producción bajo licencia de esta rama de productos también fue asignada a la firma Fossil desde el año 2010.

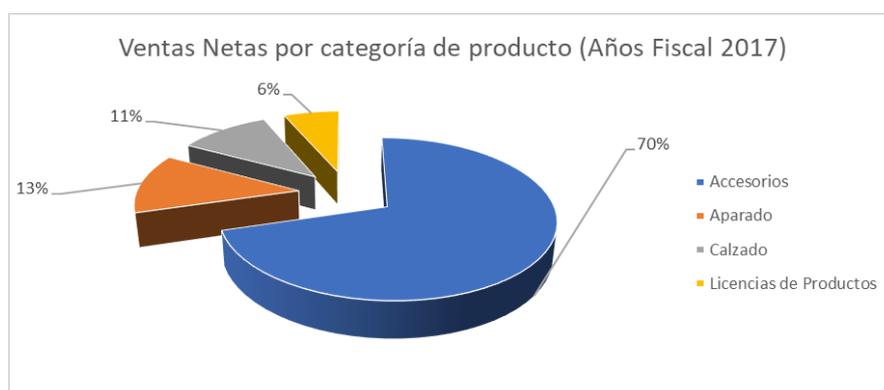


Fuente: Sitio Oficial Michael Kors

- Fragancias y productos de belleza: Desde el año 2003 la producción de fragancias se le ha encargado a Estée Lauder. También se le ha concedido la licencia para la elaboración de los esmaltes de uñas, labiales y productos para el cuidado del cuerpo.
- Tecnología portable: Fossil ha desarrollado para la empresa una serie de productos que buscan atender el mercado de los accesorios de conexión. Es por ello que durante el ejercicio fiscal 2017 se ha lanzado Michael Kors Access principalmente compuesta por relojes inteligentes y otros elementos de conectividad.

A continuación, se detalla la distribución de las ventas totales, según la categoría de productos, a partir de la información suministrada por la empresa en su informe anual 2017 (en dólares).

Gráfico N°3: Ventas netas de Michael Kors por categoría de productos



Fuente: Elaboración propia sobre la información suministrada en los Informes anuales de la empresa

La participación más relevante en las ventas totales corresponde a los accesorios manifestando una mayor concentración con el paso de los años en perjuicio del aparato⁶ o indumentaria. El calzando ha mantenido su participación constante con leves oscilaciones. Finalmente, las licencias de productos muestran una caída en la participación desde 2012 a la actualidad, desacelerándose en los últimos dos años.

Las ventas durante el ejercicio fiscal 2017 cayeron por primera vez para la empresa desde que salió a mercado. Se trata de una pequeña disminución del 4.21%, pero que posee un valor muy significativo. Desde el ejercicio fiscal de 2013, se observaba una desaceleración en el crecimiento que finalmente se transformó en una caída. Este fenómeno se dio en todas las categorías de productos, viéndose menos afectada la de indumentaria (-0.09%). Mientras que los productos bajo licencia fueron los que sufrieron la mayor disminución (13,29%)

6.3 Estructura de Precios

Los precios a los cuales se ofrecen los productos de la firma varían en función de diferentes criterios como ser: la colección a la que pertenecen, el tipo de producto, el diseño, el material y la imagen que la empresa desea transmitir, entre otras cuestiones.

A continuación, se presenta la escala de valores:

Cuadro N°7: Estructura de precios de las 3 líneas de productos de Michael Kors Holding Limited (Expresado en Dólares)

Productos	Michael Kors Collection	MICHAEL by MK	Michael Kors for Men
Carteras y Productos de Cuero	Desde \$300.- hasta \$ 6.000.-	Desde \$45.- hasta \$600.-	-
Calzado	Desde \$300.- hasta \$ 1.500.-	Desde \$40.- hasta \$350.-	Desde \$40.- hasta \$800.-
Indumentaria	Desde \$300.- hasta \$ 6.000.-	Desde \$50.- hasta \$500.-	Desde \$50.- hasta \$1.300.-

Fuente: Elaboración propia sobre la información suministrada en los Informes anuales de la empresa

Existe una brecha importante entre los precios de la colección principal Michael Kors, y MICHAEL – que es la línea de lujo accesible.

⁶ Se hace referencia al proceso en el cual se lleva adelante la unión de las piezas de cuero u otros materiales para la elaboración de calzado. Por lo que, se utiliza esta expresión para reflejar el sector industrial que produce calzado.

Cuadro N°8: Estructura de precios de los productos licenciados de Michael Kors Holding Limited (Expresado en Dólares)

Productos	Licenciatario	Rango
Relojes	Fossil	Desde \$195.- hasta \$ 595.-
Lentes	Luxottica	Desde \$99.- hasta \$ 210.-
Joyería	Fossil	Desde \$ 55.- hasta \$ 300.-
Fragancias & Prod. De Belleza	Estée Lauder	Desde \$18.- hasta \$ 125.-
Tecnología Portable	Fossil	Desde \$100.- hasta \$ 210.-

Fuente: Elaboración propia sobre la información suministrada en los Informes anuales de la empresa

Los precios promedios de los productos licenciados han disminuido en todas las colecciones. Esto se encuentra asociado a las dificultades que han presentado muchos de los licenciatarios para colocar los bienes en mercado. Por otro lado, el ambiente altamente competitivo ha generado un incremento de la presión hacia la baja a través de promociones, liquidaciones y otras prácticas comerciales.

6.4 Canales de Distribución

La empresa emplea varios canales de distribución para llegar al consumidor final.

Gráfico N°4: Canales de Distribución de Michael Kors Holding Limited

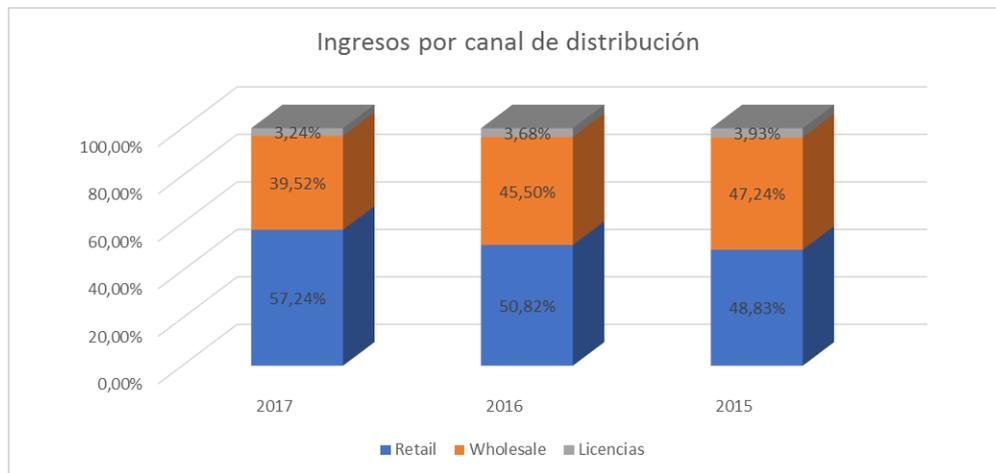


Fuente: Elaboración propia

La empresa mantiene un control estratégico de la distribución global sobre las tiendas minoristas que opera. Los grandes almacenes, tiendas especializadas y los socios selectos pueden actuar únicamente mediante la concesión de licencias. Éstas le permiten llevar adelante la producción, venta y/o la distribución sobre una base geográfica.

En el gráfico es posible observar la distribución de los ingresos según el canal de comercialización:

Gráfico N°5: Ingresos por canal de distribución



Fuente: Elaboración propia sobre la información suministrada en los informes anuales de la empresa

Las ventas minoristas o retail, han manifestado un incremento en el ejercicio fiscal 2017 tanto en volumen como en lo que respecta a su contribución sobre el total general. Corresponden a las operaciones de las 828 tiendas, incluyendo las concesiones y el sitio web con la plataforma de e-commerce. Se encuentran comprendidas en el total los 429 puntos de venta a nivel internacional que operan de manera directa o a través de concesiones en Europa y en Japón.

Este segmento se ha beneficiado de la inclusión de la tienda on line; permitiendo incrementar la base de consumidores de manera más rápida y directa que lo que se puede lograr con la presencia física en los puntos de comercialización.

Un indicador muy importante para la compañía son las ventas por tienda comparable, el mismo ha caído un 8.3% en el mismo período. Los productos que acarrearón la caída fueron: los relojes, productos de aparado y joyería. En el caso de las ventas por tiendas no comparables, se han incrementado USD 349.9 millones. Este resultado positivo se origina por 159 negocios adicionales que se abrieron desde el comienzo del inicio fiscal del ejercicio 2017 – incluyendo los operados bajo licencia en China que fueron adquiridos por la firma.

En relación con el sector mayorista, los ingresos corresponden a aproximadamente 3.607 tiendas departamentales y especializadas. El segmento retrocedió con relación al ejercicio fiscal anterior un 17.2% incluyendo resultados negativos por tenencia de

moneda extranjera de USD 3.0 millones. La caída se debe a una baja en la demanda de los accesorios, indumentaria y calzado de mujeres. Es importante remarcar que un pequeño número de las cuentas mayoristas representan una porción significativa de las ventas. Según los datos del ejercicio fiscal 2017, los ingresos por los cinco principales clientes mayoristas representaron el 21% de la ganancia, mientras que en el ejercicio 2016 la proporción fue del 25,8%; siendo que el principal cliente representó el 8,9% y el 12,7% en los ejercicios fiscales 2017 y 2016, respectivamente. Este punto se vuelve significativo al momento de analizar las debilidades de la empresa.

La cesión de licencias, en el último ejercicio fiscal representaron sólo el 3,24%, con una caída del 15.9%. Estos ingresos provienen del cobro de royalties o licencias entregadas por productos o distribución geográfica. Los productos bajo licencia son comercializados ante los mayoristas o compradores especializados con los que los licenciarios suelen operar. La disminución de las operaciones en este canal se debe en términos generales a la contracción de la demanda de relojes.

La adquisición y consolidación del negocio en Asia que se encontraba en manos de terceros durante el último ejercicio fiscal tuvo un impacto negativo en los ingresos que potenció el efecto de un menor nivel de ventas. La caída del pago de royalties por licencias geográficas pudo ser altamente compensada por la amplia aceptación que tuvo la colección “*Outerwear*”.

El principal nodo de distribución se encuentra en Estados Unidos – Whittier, California – y cuenta con otras instalaciones más pequeñas que atraviesan todo ese país. A nivel regional, los centros se encuentran ubicados en Canadá, Holanda (fue el último desarrollado en 2016 para dar mayor soporte a la operación en Europa) Corea del Sur y Hong Kong. Es importante remarcar que estos son operados por socios comerciales o alquilados. El depósito de Holanda es el único que cuando quede terminado, en 2017, será administrado completamente por la firma. También se espera que contribuya a facilitar la operación de la tienda on line, en las ventas europeas, ya que hasta el momento todo es coordinado desde el localizado en California.

Un concepto importante que la empresa desea implementar es una estrategia “omni channel” Este tipo de estrategia – relativamente nueva – no había sido mencionada hasta la presentación de las memorias del ejercicio fiscal de 2017. Y está motivada

por la importancia que se busca darle al sitio web. Lo que la empresa buscará lograr es conocer al cliente, y estar allí, en donde quiera que éste se encuentre. Para ello debería emplear tecnología que le permita reconocer al cliente, saber cuáles son sus preferencias, sus gustos y sus necesidades, y poder estar dónde el consumidor quiera adquirir el producto, en el momento en que lo desee.

6.5 Política de Producción

La producción se encuentra completamente tercerizada. Para ello, se celebran contratos con empresas que son independientes y que se encargan del proceso completo desde la adquisición de las materias primas hasta el producto final. También se trabaja con diferentes agentes internacionales que entregan el producto terminado de acuerdo a las especificaciones técnicas establecidas. La empresa ha estado concentrando sus operaciones en estos últimos, lo cual se evidencia en una caída de las operaciones con fabricantes directos que en 2017 sólo representaron el 13.9% del total mientras que en 2016 el porcentaje habría sido del 14.9%.

La selección de las firmas productoras se realiza en función de diferentes criterios como: capacidad productiva, precio, entrega, entre otras. Una vez que han sido elegidas son supervisadas por la división global de producción que se encuentra localizada en Estados Unidos, en Europa y Asia. Cada productor deberá encargarse de la adquisición de los materiales y del personal. La dirección creativa es determinada por la organización y debe ser respetada por los socios, con quienes se establece una relación basada en la mutua confianza por lo que no se celebran acuerdos comerciales escritos. Esto hace que pueda darse por finalizado el arreglo entre las partes en cualquier momento y por cualquiera.

Para evitar problemas cuando los productos arriban a los centros de distribución se envía personal a las fábricas para revisar los embarques antes de ser despachados – aunque en 2015 hubo una parada de producción, por un problema particular de un fabricante, que trajo graves inconvenientes para la firma.

En relación al origen, durante el ejercicio fiscal 2017 el 96.3% de los productos provenían de Europa y Asia. Lo cual expone a la empresa a numerosos riesgos que

más adelante serán expuestos y que cobran mayor relevancia dentro del contexto económico-político actual.

6.6 Estrategia comercial

Según se manifiesta a través del informe anual, la empresa tiene como objetivo estratégico *incrementar los ingresos, las ganancias y potenciar las fortalezas de la empresa a nivel global buscando crear valor*. Para ello, la dirección ha delineado las siguientes directivas:

Cuadro N°9: Iniciativas estratégicas de Michael Kors Holding Limited

Oferta de productos innovadores

- Siguiendo las principales tendencias para los diferentes rangos de precios donde la empresa opera. Ofreciendo productos representativos de la marca, que respeten la identidad – en diseño y artesanía.
- Nuevos productos por licencia (fragancias / relojes inteligentes)
- Segmento dama: mayor variedad de diseños.

Mejorar la comunicación de la marca

- Fomentar el conocimiento y la lealtad, mediante un mensaje focalizado y claro a través de todos los canales con campañas globales. Publicaciones en medios especializados.
- Realización de desfiles semi anuales y presentaciones de Michael Kors.
- Mantener tiendas en áreas premium, con alto tráfico.
- Fuerte estrategia digital con el objetivo de llegar al segmento target.

Liderazgo en el canal digital de lujo

- Inversión en tecnología a fin de mejorar la experiencia de los consumidores.
- Expansión de la plataforma de e-commerce en Europa, para dar soporte a ocho países, y a Corea del Sur.
- Acompañar el cambio de la experiencia de compra hacia dispositivos móviles, para garantizar un alto nivel de satisfacción.

Expansión global

- Incrementar la presencia en Asia y Europa, apalancándose en las operaciones actuales a fin de obtener un mayor nivel de market share.
- Inversión en marketing, a fin de generar una experiencia de "jet set" en los consumidores.

Crecimiento de la unidad de negocios de hombres

- Ampliar la gama de productos ofrecidos en lo que respecta a indumentaria y calzado.
- Inversión en marketing: campañas globales publicitarias, incrementando el conocimiento y brindado asesoramiento en todos los canales.
- Desarrollo de una oferta multinivel para satisfacer las necesidades de la distribución.

Optimizar la relación con el cliente

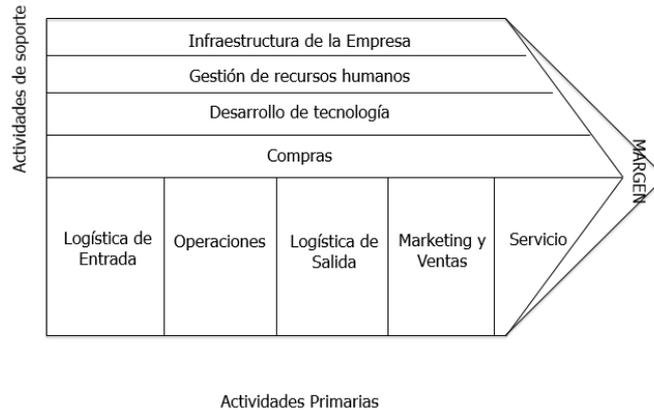
- Inversión en tecnología para generar experiencias más personalizadas. Permitir un mayor desarrollo de la tienda on line, y la plataforma de e-commerce.
- Estrategia "omni channel", garantizando el mismo nivel de experiencia sea cual sea el canal.
- Nuevo programa de lealtad de los clientes. (Pruebas pilotos se desarrollaran en el ejercicio fiscal 2018)

Fuente: Elaboración propia en función de la información brindada por la empresa en sus informes anuales.

6.7 Cadena de valor

Como consecuencia de la fuerte contracción en los resultados de la firma, es importante analizar desde el punto de vista comercial qué ha estado entregando la firma en concepto de valor.

Gráfico N°6: Cadena de Valor de Porter de Michael Kors



Fuente: Elaboración propia

6.7.1 Actividades Primarias

La logística de entrada y las operaciones encuentran prácticamente tercerizadas. La producción se ha delegado a fabricantes y/o agentes cuyas capacidades son evaluadas por la empresa como las más competitivas del mercado para llegar a la calidad deseada. Sin embargo, la dirección creativa – el desarrollo de la colección – es llevado adelante por el equipo creativo liderado por Michael Kors. Para garantizar que el bien terminado responde a las directivas dadas se realizan controles previos durante las distintas etapas de la confección.

No se lleva adelante la compra de materia prima, ni la contratación del personal para la manufactura. Si se requiere que el fabricante tenga el adecuado nivel de conocimiento para la selección de los proveedores de materiales, así como deben poseer el know how para la elaboración.

La “logística de salida” es ejecutada dependiendo el mercado de destino por la empresa o por los licenciatarios. Por otro lado, para las ventas a través de la página web se requiere una logística especial – que es realizada por la empresa – que se buscará mejorar para garantizar el nivel de servicio.

Con relación al “Marketing y las ventas”, la organización se encarga de desarrollar el mensaje comunicacional deseado y hacerlo llegar a los consumidores de forma consistente. La estrategia es elaborada y ejecutada internamente a través de los equipos de Marketing, Visual Merchandising y Relaciones Públicas.

Los gastos en marketing y publicidad en el ejercicio fiscal 2017 ascendieron a \$118.7 millones de dólares a nivel global. Fueron utilizados para llevar adelante un programa de marketing amplio, que incluyó actividades como: correos electrónicos, publicidad impresa, publicidad en las calles, marketing on line, social media, entre otros. Se incluye además la participación en la Semana de la Moda de Nueva York – uno de los eventos más importantes a nivel mundial.

Se espera que se lleve adelante una serie de mejoras al sitio web para volverlo más amigable al ser visitado a través de dispositivos móviles, dado que consideran que se ha convertido en un factor crítico para garantizar los ingresos en el futuro.

En relación al “Servicio” busca generar una experiencia de lujo en la compra. La ambientación y las prestaciones de las diferentes tiendas deben transmitir la imagen de la marca que se desea el consumidor tenga. El nivel de competencia en el mercado llevó a la implementación de promociones que hacían que los vendedores no sólo asesoraran en la compra, sino que ofrecieran una amplia gama de descuentos.

Las devoluciones, en particular relacionadas con las compras “on line”, son un punto importante dentro del apartado de servicio. Cuan fácil les resulta a los compradores devolver aquello adquirido o cambiarlo puede potenciar o reducir las ventas a través de este canal. La firma considera que el desarrollo de su propio centro de distribuciones y la inversión en sistemas de tecnología para la información es la clave en este punto.

6.7.2. Actividades Secundarias

Las “Compras” son una actividad vital al tener tercerizada la producción. Los compradores deben asegurarse de encontrar a los mejores fabricantes, que posean no solo el conocimiento, sino la capacidad productiva y que puedan brindar una cierta estabilidad de precios. También deberán realizar la selección adecuada de aquellas empresas que deberán llevar adelante la distribución.

En el caso del “Desarrollo de tecnología” debe verse desde dos ópticas: la capacidad para innovar en la utilización de técnicas y materiales novedosos para ampliar la oferta y brindar productos nuevos; los sistemas de información y comunicación que se requieren para favorecer la relación con los consumidores.

En el primer caso, es relevante señalar que el conocimiento y el know how quedarán en la fábrica que lleva adelante la producción, mientras que la capacidad creativa se mantendrá en la empresa.

Con relación a los sistemas de información y comunicación, se ha realizado fuertes inversiones en sistemas informáticos a fin de poder administrar y proteger la gran cantidad de información sobre los clientes. Para poner en funcionamiento el sitio web y las ventas a través de este, se necesitó contar no sólo con el software sino también el hardware adecuado.

Para implementar una política de omni channel – como se manifiesta en las memorias - el esfuerzo por conocer los patrones de consumo del segmento objetivo es mayor, es decir, lograr una mejor administración de los datos disponibles.

La mejora de la plataforma web para dispositivos móviles y la inversión en seguridad informática son dos cuestiones en que la empresa espera invertir durante el año fiscal 2018 para potenciar sus ventas.

La “gestión de los recursos humanos” está orientada a garantizar la permanencia de aquellas personas que colaboran en la dirección creativa de la firma. Éstas son clave para asegurar que el bien final mantendrá un mismo nivel de calidad e innovación. Asimismo, la capacitación del personal en los puntos de ventas es vital para trabajar sobre el servicio.

La empresa posee al cierre del ejercicio fiscal 2017, 13.702 empleados. Este número representa un 8% más que en el período anterior y un 23.5% más que en 2015.

Al profundizar el análisis es posible indicar que el 51% (un 3% más que el año anterior) de la plantilla se encuentran con contrato full time y el 84% (un 3% más que el período anterior) está abocado a las tareas de ventas y posiciones administrativas. Es importante remarcar que ninguno se encuentra bajo un acuerdo colectivo de trabajo.

Finalmente, la “infraestructura” desde el punto de vista de la propiedad es mínima. Sólo se poseen las instalaciones de un centro de distribución nuevo, mientras que el resto de las propiedades son rentadas por la firma. Sin embargo, desde el punto de vista de lo necesario para hacer llegar el bien al consumidor final es inmensa.

Inclusive, la política implementada en los últimos tres años de la empresa, la hizo crecer al punto tal que la canibalización entre tiendas ha convertido a muchas en poco rentables. A abril de 2017 la empresa poseía 827 tiendas en alquiler a nivel mundial, incluyendo las concesiones.

6.7.3 El valor en Michael Kors

El valor en la empresa bajo análisis se ha visto corroído como consecuencia de una serie de decisiones tomadas y que han terminado generando una pérdida de margen – como se desarrollará en apartado de análisis financiero – como consecuencia de un aumento de los costos, una presión a la baja de los precios, y una merma de las ventas.

Uno de los principales componentes del valor son las marcas que posee: Michael Kors y MICHAEL by Michael Kors. Por ello trabaja arduamente para proteger sus derechos intelectuales y posee una serie de mecanismos para detectar posibles plagios trabajando de manera conjunta con las autoridades de diferentes países de Europa, Asia y Medio Oriente, además de Estados Unidos.

La organización ha querido transmitir una imagen de “marca de lujo”, pero no ha sido percibido por los consumidores de esta manera. En su camino por brindar una propuesta de “lujo accesible” ha perdido su posicionamiento en la mente de su segmento target. La ventaja competitiva que la firma posee a través de su propuesta diferencial ha corrido fuerza en un mercado donde abundan los diseñadores innovadores.

6.8 Mercados Actuales y Potenciales

La empresa tiene operaciones en tres grandes áreas: América del Norte, Asia y Europa. La expansión ha sido lograda mediante el otorgamiento de licencias de marca, producción, ventas y distribución; en particular en América del Norte y Europa.

Cuadro N°10: Ventas por ubicación geográfica y segmento (en millones de dólares)

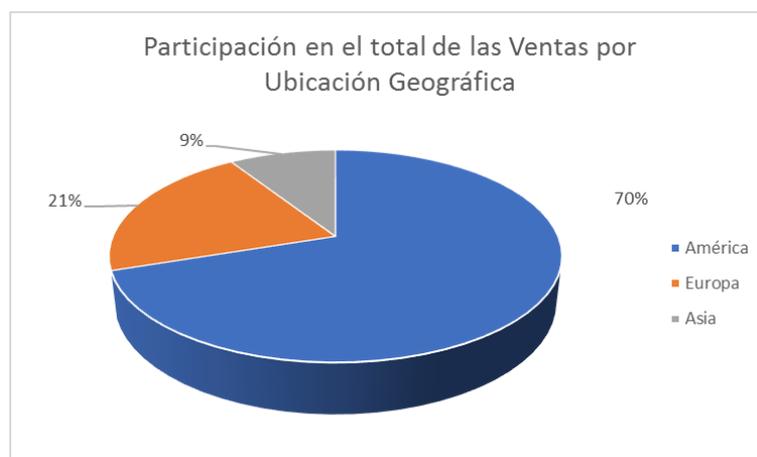
Ubicación geográfica	Segmento	Ventas							
		2017	% Total	2016	% Total	2015	% Total	2014	% Total
América	Retail / Minorista	\$ 1.713,70	54,56%	\$ 1.779,00	50,73%	\$ 1.656,10	48,44%	\$ 1.318,90	47,58%
	Mayorista	1.340,90	42,69%	1.628,60	46,44%	1.662,50	48,63%	1.335,50	48,18%
	Licencias	86,10	2,74%	99,00	2,82%	100,30	2,93%	117,40	4,24%
Europa	Retail / Minorista	507,70	53,79%	509,60	51,46%	412,10	46,58%	235,60	47,07%
	Mayorista	376,50	39,89%	406,40	41,04%	401,10	45,34%	242,00	48,35%
	Licencias	59,70	6,32%	74,30	7,50%	71,50	8,08%	22,90	4,58%
Asia	Retail / Minorista	350,70	85,72%	106,30	49,40%	106,30	98,61%	66,40	100,00%
	Mayorista	58,40	14,28%	108,90	50,60%	1,50	1,39%	-	0,00%
	Licencias	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Totales		\$ 4.493,70		\$ 4.712,10		\$ 4.411,40		\$ 3.338,70	

Fuente: Elaboración propia sobre la información suministrada en los Informes anuales de la empresa

Del cuadro anterior, se desprende que la empresa concentra el mayor volumen de actividades en América (América del Norte, del Sur y el Caribe) siendo sus principales mercados Estados Unidos y Canadá, y en su segundo lugar Europa. La participación de las ventas en Asia ha ido ganando mayor relevancia, debido al esfuerzo llevado adelante en los últimos años.

En los dos primeros mercados, la empresa ha intensificado sus operaciones en el segmento retail logrando revertir la tendencia de los últimos años donde si bien se observaba una participación casi igualitaria, había una mayor participación de las ventas a los distribuidores.

Gráfico N°7: Participación en el total de las Ventas según la ubicación geográfica



Fuente: Elaboración propia en función de los informes anuales de la empresa

En Asia, las tendencias se han modificado significativamente con respecto a 2016 debido a la decisión de adquirir y consolidar los negocios que la empresa tenía tercerizados en Corea, China, Hong Kong, Macao y Taiwán.

Latinoamérica y Asia son dos mercados muy grandes donde la organización tiene posibilidades de crecer. Esta potencialidad ha llevado dos decisiones significativas: la adquisición del negocio de China y Corea del Sur; la toma de control del Joint Venture de MK Panamá.

El sitio web es otra oportunidad con un alto potencial. Por lo que, se llevarán adelante una serie de medidas tecnológicas para poder mejorar el sistema de entrega y devoluciones – “Click & Pick up”– a fin de dar respuesta a las necesidades de los consumidores.

6.9 Análisis FODA

Tras un análisis de los informes presentados por la empresa, como también de la información de mercado disponible se procede a enumerar los cuatro puntos mencionados en el título del apartado.

Cuadro N°11: Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas de Michael Kors Holdings Limited

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • El reconocimiento de Michael Kors como diseñador. • Experiencia y conocimiento del grupo de trabajo encargado de la visión estética de la empresa. • Apalancamiento sobre una Unidad de Negocio de rápido crecimiento para el desarrollo de otras categorías. • Capacidad innovadora. • Fuerte posicionamiento de la marca. • Múltiples canales de distribución – múltiples formatos en el segmento retail. • Relaciones fuertes con proveedores prestigiosos mediante alianzas comerciales y licencias. 	<ul style="list-style-type: none"> • Expansión del mercado del lujo asiático. • Surgimiento de nuevos mercados emergentes. • Redes sociales como vidriera global. • Nuevos nichos de mercados. • Re posicionamiento de la marca en el consumidor. • Mercado electrónico

DEBILIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> • Dependencia a la visión creativa. • Imagen «muy americana» de la mujer que representa Michael Kors. • Canales de distribución acotados y con alto nivel de negociación. • Distancia entre los puntos de ventas y los nodos productivos. • Estacionalidad • Industria mano de obra intensiva y especializada. • Capacidad de respuesta a los cambios en las preferencias y gustos de los consumidores. • Canibalización de las ventas entre las tiendas 	<ul style="list-style-type: none"> • Volatilidad de los ciclos económicos. • Falsificaciones • Ambiente competitivo altamente promocional. • Limitaciones y regulaciones gubernamentales en los diferentes mercados. • Publicidad negativa vinculada a materiales empleados, mercados o proveedores. • Campañas «ecofriendly» • Nuevos patrones de consumo de los millenians • Ingreso de diseñadores «disruptivos» • Facilidad de acceso a fabricantes. • Adquisición de negocios en Asia. • Situación política internacional – incremento del terrorismo.

Fuente: Elaboración propia.

Fortalezas:

El reconocimiento adquirido por Michael Kors como diseñador galardonado lleva a grandes figuras de la moda y el cine mundial a utilizar sus productos lo que aumenta el nivel de exposición. De esta forma, se potencia la asociación de la marca con el lujo y el glamour. La experiencia y visión del modisto, lo ha llevado a liderar un grupo de trabajo con el que ha obtenido numerosos premios. La capacidad de innovación y de atraer la atención del público, es un factor diferencial en el mercado de la moda.

Los accesorios constituyen una unidad de negocios que le ha permitido obtener un rápido crecimiento, en particular a través de una línea más económica. Han significado la puerta de ingreso – y de financiamiento - para el desarrollo de otras líneas de productos, y mercados.

La presencia en varios canales de distribución favorece la llegada a los consumidores. Por otro lado, la localización física de sus puntos de ventas es un factor diferencial teniendo en cuenta que debido al tipo de bien comercializado se requiere tener presencia en las zonas comerciales más prestigiosas del mundo, con un alto afluente de público. También es importante ganar un lugar en las tiendas departamentales más relevantes y con mayor renombre.

Esto nos lleva también a otra fortaleza que la empresa ha consolidado que es la asociación con proveedores que cuentan con un alto prestigio, no sólo en la distribución sino también para la fabricación de muchos de sus productos. Obteniendo un determinado nivel de calidad y accediendo al know how necesario tanto en el ámbito de la producción como en la colocación en los diferentes canales. Es también mediante este tipo de alianzas que puede ofrecer productos nuevos sin que esto le requiera un alto nivel de inversión.

Oportunidades:

El alto crecimiento de los consumidores de alto poder adquisitivo en el mercado asiático, así como su volumen y la valoración al diseño como mecanismo de diferenciación constituyen una oportunidad para una empresa como Michael Kors

China es el destino con mayor atractivo. La contracción del consumo en economías importantes como Estados Unidos y Europa hace necesaria la alta masa de consumidores con poder de compra que presenta este país. Sin embargo, existen otros estados que representan un potencial importante como Corea del Sur o Japón.

Asimismo, otra oportunidad que puede ser explotada es el surgimiento de economías emergentes con apertura hacia capitales extranjeros. En particular en América, existen mercados que han experimentado en los últimos años un crecimiento económico que ha sido acompañado por un desarrollo del mercado local de la moda: Chile, Perú, Brasil y Panamá. Los cuales se han colocado en el centro de la escena latinoamericana; y cuyos consumidores han experimentado un crecimiento económico orientándolos hacia bienes con más diseño y de lujo.

El crecimiento de las redes sociales, constituyen una potente herramienta para llegar a una mayor base de sujetos. El surgimiento de las bloggers como formadores de opinión genera una oportunidad para posicionar los productos en millones de usuarios a menor costo. Con una estrategia de marketing adecuada la firma podría lograr re posicionarse, y de esa manera, lograr atraer al segmento objetivo adecuado.

Si bien se ha reconocido la importancia de las ventas on line, el potencial es mucho más relevante para sostener en el tiempo los márgenes de la empresa. Se trata de una potente herramienta que le permitirá llegar a amplia base de clientes, en cualquier

parte del mundo, con una reducción considerable de los costos. Por ejemplo, puede testear mercados geográficos sin tener que invertir en alquileres ni depender de grandes distribuidores. Si el negocio no funcionará podría rápidamente abandonarlo.

En todos los casos anteriores, la organización podrá incrementar las ventas, y con ellas los ingresos. Pero más importante aún, podría lograr aumentar su participación en el mercado total, para poder alcanzar su objetivo de liderar la industria.

Debilidades:

Un fenómeno que se suele observar en la mayoría de las empresas de moda es la dependencia creativa que existe al líder de la marca. En general, se trata de empresas que han crecido entorno al diseñador y dependen de “su genio creativo” Esto puede definirse como una ventaja competitiva, pero puede acarrear problemas al momento de la transición por su retiro– que en el caso de Michael Kors no sería inminente – o si le sucede algo al diseñador que no le permite realizar su trabajo. Algunas casas de moda han sufrido las consecuencias de declaraciones desafortunadas de los líderes.

Por otro lado, el tipo de mujer que describe Michael Kors como musa es elegante, sofisticada, icónica y moderna. Es decidida: americana. Esta definición puede hacer que no pueda adaptarse rápidamente a ciertos cambios en la industria de la moda, así como tampoco penetrar en mercados más conservadores donde requiere lograr identificación con otros valores. Asimismo, la fisonomía de las personas del mercado asiático y europeo es diferente lo que requiere una adaptación adecuada del producto.

Posee una alta dependencia con los canales de distribución en especial a nivel global. Opera con empresas con un alto poder de negociación que imponen condiciones de pago y de entrega muy fuertes. Inclusive en algunos mercados, como por ejemplo Japón, la asociación con los distribuidores locales se vuelve vital dado que la importación se encuentra fuertemente regulada y administrada mediante un sistema de cuotas.

La estacionalidad de las ventas lo que debe tenerse en cuenta para la planificación de la fabricación de sus colecciones – principalmente, al no tener los centros productivos cerca de los centros de consumo. Los mayores ingresos tanto para el sector mayorista como minorista tienden a incrementarse en el tercer y cuarto trimestre fiscal (período

comprendido desde octubre hasta marzo) dada la época de fiestas, mientras que caen durante el primero (de abril a junio)

Dada la distancia existente entre los polos productivos y los centros de venta, se vuelve muy difícil la operatoria. El lead time se vuelve muy sensible a cualquier inconveniente en el trayecto. La empresa buscará mediante la apertura de las instalaciones en Europa mitigar este efecto.

La industria en la que se encuentra inmersa se caracteriza por ser mano de obra intensiva, volviéndose un componente sumamente relevante del costo. Los trabajadores deben poseer un conocimiento técnico específico dado que, se debe realizar un trabajo manual artesanal en muchos casos. El material es otro aspecto sensible del costo, teniendo que ser de alta calidad, cuyos precios suelen variar muy rápidamente. En ambos casos, el impacto se trasladará directamente al valor del producto final.

La capacidad de responder rápidamente a los cambios en las preferencias de los segmentos objetivos es un aspecto muy delicado para cualquier firma de este mercado. Se trata de sectores que cambian rápidamente por lo que se vuelve vital lograr anticiparse. Inclusive, en muchos casos aun habiendo actuado a tiempo, puede que los individuos no encuentren correcta la propuesta y el impacto negativo en la marca puede ser devastador.

La organización se había propuesto un ambicioso plan de expansión internacional que incluía la apertura de una enorme cantidad de tiendas en el mundo en menos de tres años. En lugar de obtener un crecimiento exponencial del market share, se logró un incremento de los gastos fijos y una canibalización de las ventas entre las tiendas. Por ello, se ha tomado la decisión de llevar adelante el cierre de 100 a 125 negocios, entre aquellos que tengan menor desempeño, en los próximos dos años. Sin embargo, no se sabe si se logrará obtener una reducción de los costos deseada debido que hay contratos de alquiler suscriptos que no pueden rescindirse o que de hacerlo implicarían una alta erogación.

Amenazas:

La industria asociada con el lujo se encuentra fuertemente afectada por la volatilidad de los ciclos económicos. Ante la presencia de crisis económicas, los consumidores reducen el consumo de estos productos que no considera esenciales. El gasto de éstos se ve afectado por factores como: las condiciones generales de la economía, la confianza del consumidor, la posibilidad de huelgas o incremento de la tasa de desempleo, el precio de los inmuebles, el nivel de deuda del consumo, las tasas de intereses, el costo de la energía y el combustible, los impuestos y las condiciones políticas.

La clonación y copia de los modelos es una amenaza grave y real para la empresa que mina las ventas. La empresa invierte fuertes recursos legales para luchar contra este problema, pero las imitaciones que se producen en Asia y que se expanden al mundo son difíciles de erradicar. El problema que genera es profundo: mediante la falsificación un grupo – que no son el objetivo de la empresa – puede acceder, por ejemplo, a una cartera que estéticamente es una copia de la original. El mercado de lujo se basa en un fuerte supuesto: la exclusividad. La sobre exposición hace que se pierda el objetivo y desalienta la compra.

Este último punto está relacionado con otra amenaza, y es al ambiente altamente promocional que se ha generado en el mercado. Debido a la caída en las ventas, muchos mayoristas han empezado a ofrecer promociones. Esto obliga a que las tiendas retails lleven adelante actividades semejantes. El impacto negativo tiene dos vías: por un lado, el consumidor que se “acostumbra” y espera a las promociones para comprar; por otro lado, el daño a la imagen de la marca: el lujo no se promociona. De esta manera, se presiona a la baja a los precios, y no sólo se corroe el margen, sino que se puede dañar el posicionamiento futuro.

La importación de los productos se encuentra sujeta en todos los mercados en donde operan a numerosas limitaciones y controles: licencias, etiquetados, normas ambientales, cuotas, entre otras. Debido a la cantidad de empleo que este tipo de industrias generan tienden a ser protegidas en todos los países lo que genera un alto riesgo a la imposición de medidas sorpresivas y restrictivas: derechos antidumping,

controles, modificación de las cuotas. Inclusive en el mercado local de Michael Kors, la importación se encuentra fuertemente regulada.

Existe la posibilidad que alguno de los proveedores, fabricantes o asociados a la empresa sea objeto de publicidad negativa que pueda afectar la imagen de la marca. Los materiales asociados con la industria de la indumentaria muchas veces son foco de campañas encabezadas por organizaciones protectoras de animales que pueden vincular a las marcas con prácticas brutales. En línea con este punto, el crecimiento de los productos “*ecofriendly*” que buscan reemplazar materiales usuales por otros que sean más beneficios puede hacer que los consumidores obtén por otros productos.

Los *millenians* o la generación Z han adoptado ciertos patrones de consumo que dañan a las empresas de lujo dado que no se encuentran tan atraídos por una marca y lo que representa. Tienen una menor predisposición a consumir productos de alto valor por su significado. Prefieren orientar su gasto a experiencias y los sentimientos que éstas puedan generar.

El mercado de los accesorios y el de diseño de autor, han crecido rápidamente en los últimos años lo que ha sido un incentivo para nuevos ingresantes intensificando la competencia. La posibilidad de que surja un diseñador que genere un fuerte impacto en la industria puede afectar las ventas de la empresa, teniendo en cuenta que las herramientas de comunicación globales permiten que rápidamente se expanda el conocimiento al mundo. La facilidad con la que es posible acceder a productores con el conocimiento les permite obtener un volumen de producción considerable, pudiendo en corto plazo alterar la distribución de la participación de mercado.

Desde enero de 2016, el holding ha adquirido una serie de negocios que se encontraban bajo licencia en Corea del Sur, China, Hong Kong, Macao y Taiwán. Si bien representan la oportunidad para poder consolidar las operaciones en Asia, representó un alto gasto para la organización. Por lo cual, la posición actual es delicada considerando que es vital la implementación adecuada de la estrategia mundial para garantizar la obtención de los beneficios por las sinergias a fin de compensar los costos de la operación.

La firma posee un acuerdo por una línea de crédito renovable que la obliga a mantener un nivel de apalancamiento constante y bajo. En caso de dificultades de liquidez no podrá recurrir a fuentes adicionales de financiamiento pudiendo limitar la capacidad operativa.

La situación política internacional que ha generado un contexto de inestabilidad tiene un impacto directo sobre la economía mundial. El terrorismo hace su parte, afectando el turismo que es una de las formas en las que se potencia el comercio de los artículos de lujo. Países europeos y Estados Unidos, han visto disminuido el ingreso de visitantes dada la constante amenaza de atentados terroristas. Las restricciones en el acceso a visa o la introducción de nuevos controles generan una merma del turismo asiático hacia Europa y Estados Unidos, afectando considerablemente las ventas de las tiendas. El incremento de movimientos nacionalistas, así como la llegada al poder de determinados líderes hacen crecer el temor mundial y eso lleva a las personas a evitar viajar. La constante amenaza del inicio de una tercera guerra mundial tiene un impacto directo en las expectativas de consumo y retrasan el despegue de la economía.

La inestabilidad de las condiciones meteorológicas, así como también la posibilidad de epidemias o pandemias reducen la predisposición a viajar. Es interesante remarcar que no es necesario que exista la amenaza real, la sola percepción de la posibilidad que alguno de estos hechos se presente (desde un tsunami hasta un atentado terrorista) tiene un impacto directo.

Finalmente, el BREXIT – la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea – tienen consecuencias negativas en las condiciones económicas las partes involucradas difíciles de cuantificar. Se esperan cambios a nivel impositivo, legal, monetario y regulatorio, pero dado el estado de las negociaciones cuantificar el impacto que tendrá para el negocio es difícil de determinar.

6.10 Análisis bursátil

Michael Kors cotiza al momento solamente en la bolsa de Nueva York (NYSE) bajo la sigla de KORS. A la fecha de la valuación la información disponible de la empresa en el mercado era la siguiente:

Cuadro N°12: Información bursátil

Currency in USD

[Download Data](#)

Date	Open	High	Low	Close*	Adj Close**	Volume
Mar 31, 2017	38.24	38.35	38.05	38.11	38.11	1,368,900

Fuente: Yahoo Finance

En función de esta presentación, podemos tener una fotografía sobre lo que el mercado siente respecto a esta acción al momento.

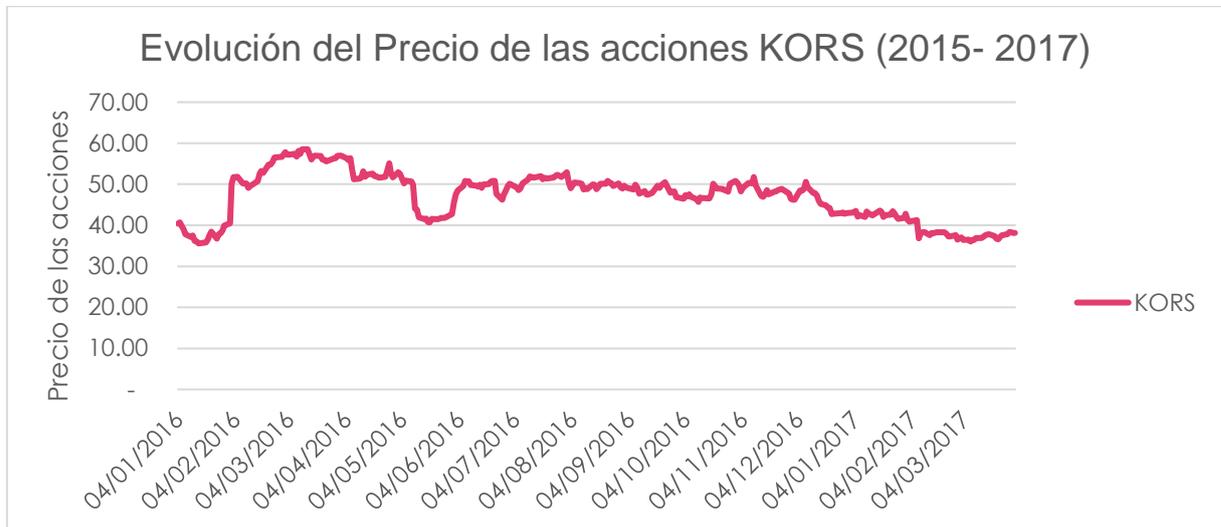
La beta que brinda el servicio es de -0.49. Esto indica que la relación es inversamente proporcional. Es poco sensible a lo que sucede con el mercado en término general. La explicación podría estar dada por el tipo de demanda de los productos de esta marca, que el servicio interpreta como inelástica. Al pensar en la fórmula del CAPM y cómo el beta interactúa con la prima de mercado, nos estaría informando que los inversores consideran esta acción como poco riesgosa. Sin embargo, cuando se estima manualmente la beta a partir del SP500 como índice de mercado de referencia, para el periodo desde 2012 hasta el 31 de marzo de 2017, el valor obtenido es: 1,0367

La diferencia entre la informada y la estimada manualmente puede deberse a varios motivos: el período de tiempo considerado, la frecuencia de datos y el índice utilizado para estimar la correlación, entre los principales. Por ejemplo, si repetimos el cálculo, pero sólo considerando la evolución desde 2015 hasta el 31/03/2017, considerando los valores mensuales la beta resultante es de -0.81.

Otro aspecto significativo, es la evolución del precio de las acciones a lo largo del tiempo. La salida a la bolsa fue el 15 de diciembre de 2011, si analizamos su cotización desde 2012 hasta el 01/04/2017, el precio más bajo al que se comercializó fue de 26 dólares el 6 de enero de 2012 mientras que el mayor valor alcanzado fue 99,84 dólares el 25 de febrero de 2014.

El siguiente gráfico mostrará cómo ha sido la variación durante 2016 y el transcurso de 2017

Gráfico N°8: Evolución del precio de las acciones de Michael Kors desde enero de 2016 hasta el 31 de marzo de 2017

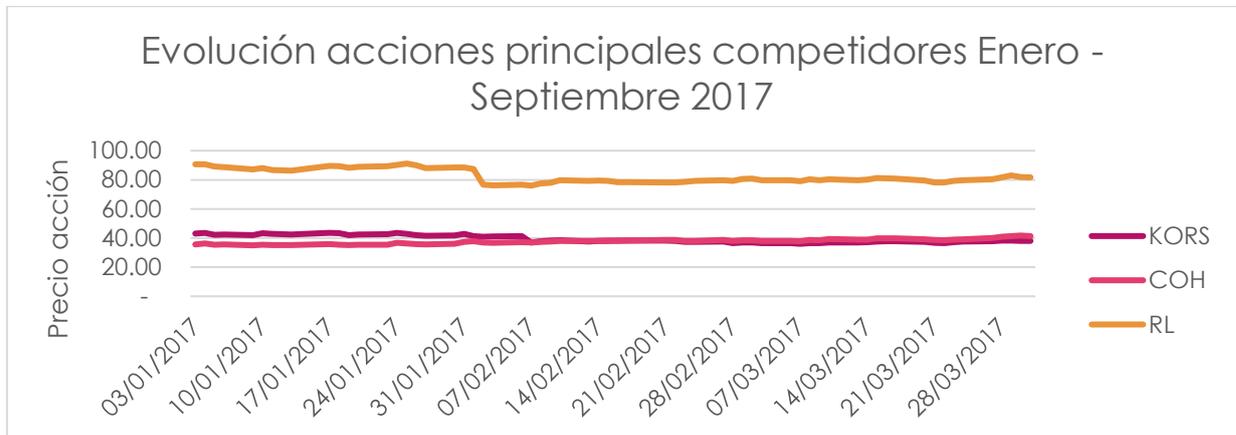


Fuente: Elaboración propia en función de los datos disponibles en YahooFinance

Desde principio de 2017 ha manifestado una fuerte tendencia hacia la baja que puede explicarse al descenso de las ventas que ha sufrido la organización, donde los inversores se encontraban a la espera de los resultados finales del ejercicio. Un dato significativo es que la empresa no ha pagado nunca dividendos por acción, inclusive ha suscripto una cláusula en el Acuerdo de Facilitación de Crédito por la cual se obliga a no pagar mientras el mismo se encuentre vigente.

A continuación, se incluye un gráfico donde es posible ver la evolución del precio de las acciones de tres empresas competidoras en el último año: Coach, Kate Spade y Ralph Laurent.

Gráfico N°9: Evolución del precio de las acciones de los principales competidores de enero al 31 de marzo de 2017



Fuente: Yahoo Finance

En general, se observa que el rango de precio de Michael Kors y Coach es similar mientras que, en el caso de Ralph Lauren es mucho mayor.

Al calcular las betas de estas firmas observamos lo siguiente:

Cuadro N°13: Comparativo evolución financiera del 2012 a 2017

En términos del período	KORS		
	DIARIO	SEMANAL	MENSUAL
Rendimiento	0,03%	0,14%	0,34%
Varianza	0,0006	0,0030	0,0118
Desvío Estándar	2,52%	5,45%	10,88%
Máx	99,84	98,46	98,03
Mín.	26,00	26,00	30,95
Covarianza	0,00006582	0,00026952	0,00046829
Correlación	0,32796	0,30601	0,14881
Cantidad de Acciones	206.486.699		
Precio Abril 2017	38,11		
Valor de mercado	7.869.208.305		
Nota: La Covarianza y la correlación de cada acción se calcularon contra el SP500			
En términos anuales	DIARIO	SEMANAL	MENSUAL
Rendimiento	6,43%	7,28%	4,03%
Varianza	0,1586	0,1543	0,1420
Desvío Estándar	39,83%	39,28%	37,68%
Covarianza c/el mercado	0,01646	0,01402	0,00562
Beta	1,04	1,03	0,56
R2	0,11	0,09	0,02

COACH				RALPH LAURENT			
En términos del período	DIARIO	SEMANAL	MENSUAL	En términos del período	DIARIO	SEMANAL	MENSUAL
Rendimiento	-0,03%	-0,09%	-0,61%	Rendimiento	-0,04%	-0,54%	-0,89%
Varianza	0,0004	0,0016	0,0060	Varianza	0,0003	0,0018	0,0054
Desvío Estándar	1,90%	3,99%	7,73%	Desvío Estándar	1,86%	4,19%	7,37%
Máx	79,03	64,99	64,33	Máx	189,56	174,03	173,68
Mín.	27,44	26,33	-0,21	Mín.	75,98	74,40	77,49
Covarianza	0,00006497	0,00023947	0,00021918	Covarianza	0,00006684	0,00033338	0,00069547
Correlación	0,42836	0,37085	0,09803	Correlación	0,45073	0,49174	0,32638

Cantidad de Acciones	278.500.000	Cantidad de Acciones	156.600.000
Precio Abril 2017	41,33	Precio Abril 2017	81,62
Valor de mercado	11.510.405.557	Valor de mercado	12.781.692.470

Nota: La Covarianza y la correlación de cada acción se calcularon contra el SP500

En términos anuales	DIARIO	SEMANAL	MENSUAL	En términos anuales	DIARIO	SEMANAL	MENSUAL
Rendimiento	-7,08%	-4,88%	-7,29%	Rendimiento	-9,83%	-27,92%	-10,68%
Varianza	0,0906	0,0829	0,0717	Varianza	0,0866	0,0914	0,0651
Desvío Estándar	30,10%	28,80%	26,77%	Desvío Estándar	29,42%	30,23%	25,51%
Covarianza c/el mercado	0,01624	0,01245	0,00263	Covarianza c/el mercado	0,01671	0,01734	0,00835
Beta	1,02	0,92	0,26	Beta	1,05	1,27	0,83
R2	0,18	0,14	0,01	R2	0,20	0,24	0,11

Fuente: *Elaboración propia*

En los últimos cinco años, la empresa que mejor ha rendido es Michael Kors sin embargo, es la que mayor desvío ha presentado. Con relación a la beta, podemos observar que ésta se encuentra en el mismo nivel que las de sus competidores.

Cuando acotamos la serie de datos, desde 2015 hasta la actualidad, nos encontramos que ha sido Coach la que ha tenido el mejor rendimiento promedio, aunque las tres han presentado una evolución negativa. En relación al desvío, observamos una fuerte reducción para todas. Cabe señalar que cuando se estudia en detalle los Estados Contables de las organizaciones se detecta la contracción de las ventas y fuertes caídas en los resultados. La sensibilidad al mercado en el caso de Michael Kors se redujo, mientras que en los otros dos casos se mantuvieron prácticamente estables.

Cuadro N°14: Comparativo evolución financiera del 2012 a 2017

KORS			
En términos del período	DIARIO	SEMANTAL	MENSUAL
Rendimiento	-0,11%	-0,54%	-2,28%
Varianza	0,0007	0,0035	0,0149
Desvío Estándar	2,62%	5,93%	12,19%
Máx	65,75	64,60	65,75
Mín.	35,57	35,57	36,50
Covarianza	0,00006715	0,00026362	-0,00078138
Correlación	0,29629	0,26000	-0,20636
Nota: La Covarianza y la correlación de cada acción se calcularon contra el S			
En términos anuales	DIARIO	SEMANTAL	MENSUAL
Rendimiento	-27,33%	-27,92%	-27,38%
Varianza	0,1710	0,1829	0,1784
Desvío Estándar	41,36%	42,76%	42,23%
Covarianza c/el mercado	0,01679	0,01371	-0,00938
Beta	0,89	0,90	-0,81
R2	0,09	0,07	0,04

COACH				RALPH LAURENT			
En términos del período	DIARIO	SEMANTAL	MENSUAL	En términos del período	DIARIO	SEMANTAL	MENSUAL
Rendimiento	-0,0012%	0,07%	0,09%	Rendimiento	-0,10%	-0,42%	-1,93%
Varianza	0,0003	0,00	0,0035	Varianza	0,0005	0,0027	0,0059
Desvío Estándar	1,78%	3,78%	5,96%	Desvío Estándar	2,23%	5,23%	7,71%
Máx	43,46	40,99	40,99	Máx	140,26	132,37	125,92
Mín.	27,44	26,33	28,52	Mín.	75,98	74,40	77,49
Covarianza	0,00008053	0,00029344	-0,00030064	Covarianza	0,00007755	0,00046725	0,00033410
Correlación	0,52291	0,45369	-0,16253	Correlación	0,40063	0,52235	0,13951
Nota: La Covarianza y la correlación de cada acción se calcularon contra el S				Nota: La Covarianza y la correlación de cada acción se calcularon con			
En términos anuales	DIARIO	SEMANTAL	MENSUAL	En términos anuales	DIARIO	SEMANTAL	MENSUAL
Rendimiento	-0,31%	3,77%	1,07%	Rendimiento	-23,85%	-21,63%	-23,18%
Varianza	0,0790	0,0744	0,0426	Varianza	0,1248	0,1423	0,0713
Desvío Estándar	28,10%	27,28%	20,63%	Desvío Estándar	35,32%	37,73%	26,71%
Covarianza c/el mercado	0,02013	0,01526	-0,00361	Covarianza c/el mercado	0,01939	0,02430	0,00401
Beta	1,07	1,00	-0,31	Beta	1,03	1,60	0,35
R2	0,27	0,21	0,03	R2	0,16	0,27	0,02

Fuente: Elaboración propia.

En los siguientes apartados se buscará detectar las causas económicas para la caída en el rendimiento de la firma bajo estudio, a fin de proyectar los flujos de fondos esperados y poder encontrar el valor presente.

6.11. Análisis Económico

Los balances y los Estados de Resultados de la compañía desde su salida al mercado en 2012 hasta el último ejercicio fiscal 2017 (marzo 2016 a abril 2017) se encuentran en el Anexo I.

6.11.1 Análisis del Estado de Situación Patrimonial (Ejercicio fiscal 2017)

El activo ha tenido una evolución negativa del 6,12%, acentuando la tendencia del año anterior donde había ya presentado una contracción del 10%. Por otro lado, la participación de los activos corrientes en relación al total ha disminuido en relación al año anterior (-30%), dejando atrás el 65% de 2016 para colocarse en el 48%.

Al mirar en detalle la composición de las cuentas se puede detectar que los rubros de mayor relevancia son equipos y propiedades, inventario, intangibles y cuentas por cobrar, que en su conjunto suman un 75,73% del activo. La caja ha perdido participación significativamente – del 27,35% al 9,45% - quedando lejos del 32% promedio que mantuvo los primeros cinco años de análisis. Esto puede justificarse con la caída de las ventas, que ha reducido significativamente los ingresos de la firma. El crecimiento inferior al 1% de los inventarios entre ejercicios permite interpretar que la organización fue capaz de prever la baja en la demanda, y evitar mantener un alto stock.

Con relación a las propiedades y equipos, el principal rubro dentro del activo (24,55%), al comparar con el ejercicio fiscal anterior se ha reducido en un 22%. Por otro lado, “Intangibles” (17,35%) ha presentado un inmenso crecimiento. Esto se debe a la adquisición de los derechos de marca para comercializar e importar en los territorios licenciados de China. El acuerdo de licencia vence en 2041.

Las cuentas por cobrar (11%) han experimentado una caída del 14% con relación al 2016. Es importante señalar que, para protegerse ante posibles incumplimientos, la firma suele recurrir a instrumentos financieros para mitigar la exposición al riesgo. La cobertura se toma cuando las operaciones pendientes de pago superan un determinado volumen. En los últimos tres años, el único cliente que ha concentrado

en sí mismo más del 10% de las ventas es Macy's, con un 8,9%, 12,7% y 13,7% del total del ingreso.

En cuanto al pasivo, en relación al capital total representa el 34% mientras que en 2016 se ubicaba en el 22%, por lo que es posible indicar que en términos monetarios hubo un crecimiento cercano al 44%.

El rubro de mayor relevancia son las cuentas por pagar (7,32%) mientras que en segundo lugar se encuentran los alquileres diferidos cuya participación se incrementó al 5,72% En términos monetarios, ambas posiciones han enfrentado un importante crecimiento del 34,17% y del 29,51% respectivamente.

En el caso del patrimonio neto, podemos ver que acumula el 66,19% del capital de la empresa con una caída del 20,23% en términos monetarios. Es importante señalar que la empresa autorizó en el año 2014 la recompra de acciones por un período de dos años de \$1.0 billones de acciones. En mayo de 2015 decidió extender el programa por unos \$500 millones de dólares y prorrogarlo hasta mayo de 2017. Finalmente, en noviembre de ese mismo año autorizó el aumento por otro \$500 millones de dólares, con una extensión hasta mayo de 2018.

La empresa no ha pagado dividendos desde que salió al mercado en 2012. Asimismo, debido al Plan de Compensaciones vigente, muchas de las acciones se encuentran en manos de los directivos y empleados de la empresa.

6.11.2 Análisis del Estado de Resultados (2012-2017)

Para el periodo fiscal de 2017, ingreso neto sufrió una disminución cercana al 34% con relación al anterior, acentuando la tendencia observada en 2016 con una caída del 5% con respecto a 2015.

Cuadro N°15: Ventas Totales por Segmento

	Año Fiscal			Variación Interanual		% del Total		
	2017	2016	2015	2017/2016	2016/2015	2017	2016	2015
Revenue:								
Net Sales Retail	\$ 2.572,1	\$ 2.394,9	\$ 2.134,6	7,40%	12,19%	57,24%	50,82%	48,83%
Net Sales Wholesale	1.775,8	2.143,9	2.065,1	-17,17%	3,82%	39,52%	45,50%	47,24%
Licensing	145,8	173,3	171,8	-15,87%	0,87%	3,24%	3,68%	3,93%
Total Revenue	\$ 4.493,7	\$ 4.712,1	\$ 4.371,5	-4,63%	7,79%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia sobre la información suministrada en los Informes anuales de la empresa

Las ventas totales disminuyeron un 4,63%, con una mayor participación del segmento minoristas. Dado el incremento de éstas últimas se pudo compensar parcialmente permitieron la caída en las operaciones mayoristas (-17.2%), así como la reducción de los ingresos por licencias (-16%) -influencias por la adquisición del negocio de China. Los productos que han tenido una baja performance fueron los accesorios femeninos, aparado y calzado, mientras que la colección femenina ha mejorado.

En el caso particular de las licencias, la disminución en los ingresos se originó por una baja comercialización de los relojes y la joyería – con un aumento en la indumentaria “*outewear*” - así como también por los menores royalties reportados por los acuerdos geográficos.

Siguiendo con el análisis podemos detectar que, se observa un estrechamiento del margen bruto del segmento minorista de un 4,9% debido al ambiente altamente promocional. Mientras que, en el caso de las operaciones mayoristas, hubo un pequeño incremento.

En el caso de los diferentes elementos que componen los gastos operativos (Gastos de Generales de Administración y ventas; Depreciaciones y amortizaciones; Deterioro o pérdida de valor de los activos de larga vida) podemos observar que se produjo un incremento en general. Esto se debió a la inclusión del negocio de China y Corea; la absorción de los costos de transacción para llevar adelante el proceso de incorporación de las operaciones en Asia; el equipamiento de las tiendas retail; la disminución de los gastos corporativos y de comercialización.

Las depreciaciones y amortizaciones han presentado un crecimiento (20%) representando un 4,89% con relación a los ingresos totales. Esto se debe nuevamente a la incorporación del negocio de Asia, así como también al de Latinoamérica, incluyendo la amortización de los derechos sobre los intangibles relacionados con estos.

Debido al aumento de los activos fijos y los alquileres de tiendas retail de bajo rendimiento, se elevó significativamente la participación de la cuenta “pérdida de valor de los activos a largo plazo” (4,43%)

El resultado operativo presenta una disminución del 41,29% con relación al 2016, donde las ventas netas han cedido participación en relación a los ingresos por operaciones del 24,94% al 15,35%.

Cuadro N°16: Ingresos por operaciones por Segmento de mercado (en millones de dólares)

	Año Fiscal		\$ Cambio	% Cambio	% Vtas Netas/ Ingresos 2017	% Vtas Netas/ Ingresos 2016
	2017	2016				
Ingresos por operaciones						
Minorista	\$ 159,80	\$ 501,40	-\$ 341,60	-68,1%	6,2%	20,9%
Mayorista	468,10	584,10	-116,00	-19,9%	26,4%	27,2%
Licencias	62,00	89,60	-27,60	-30,8%	42,5%	51,7%
Ingresos por operaciones	\$ 689,90	\$ 1.175,10	-\$ 485,20	-41,3%	15,4%	24,9%

Fuente: Elaboración propia sobre la información suministrada en los Informes anuales de la empresa

La desaceleración y contracción de las ventas hizo que no pudiera absorberse el aumento de los gastos operativos traduciéndose en un menor margen.

El incremento de las tasas por préstamos extraordinarios y una reducción de los intereses ganados llevo a que el gasto neto del financiamiento tuviera incremento más que considerable del 141%.

En cuanto a los impuestos que afectan el resultado final, es posible detectar que hubo una disminución considerable (59%). Esto lleva a hacer un análisis de la tasa impositiva efectiva:

Tabla N°: Tasa impositiva efectiva

Tasa Impositiva Efectiva					
2017	2016	2015	2014	2013	Prom. 2016-2013
19,9%	28,5%	29,8%	34,4%	36,6%	31,6%

Fuente: Elaboración propia sobre la información suministrada en los Informes anuales de la empresa

Desde que la empresa salió al mercado, y se expandió a nivel mundial, la tasa ha ido disminuyendo, despacio en un principio y acelerándose en los últimos dos años. Esto se debió a varios motivos. Por un lado, el incremento del ingreso sujeto a impuesto en las subsidiarias fuera de los Estados Unidos, donde la tasa estatutaria es menor. Por otro lado, el efecto positivo de los mecanismos de financiamiento utilizados a nivel internacional. Es importante señalar, el holding ha fijado residencia a efecto impositivo

en el Reino Unido, cuya tasa – como sucede en la mayoría de los estados europeos – es menor.

6.11.3 Principales ratios de la empresa

Índices de Liquidez	2017	2016	2015	2014	2013	Prom. 2017-2013
Solvencia	3,60	5,19	5,74	5,37	4,26	4,72
Liquidez Cte.	2,83	4,80	5,94	5,85	4,41	4,53
Liquidez Seca	1,74	3,40	4,44	4,39	3,03	3,19
Liquidez CP	2,02	3,61	4,56	4,52	3,14	3,39
Capital de Trabajo	917	1.449	1.566	1.147	562	1.128
Inmovilización Activos	0,43	0,30	0,23	0,21	0,26	0,30
Cobertura Intereses	168	691	6.285	2.565	413	601

En términos generales, la situación particular de la compañía bajo análisis es buena, pero en comparación con los cuatro ejercicios fiscales anteriores hubo un desmejoramiento considerable. En el caso de los indicadores de liquidez, todos presentan valores menos favorables, y en muchos casos, los peores desde que la empresa salió a mercado. Como ya se desprendía del análisis del Balance, se trata de una firma líquida debido al bajo nivel de endeudamiento y a la alta concentración de activos corrientes. En detalle dentro de cada ratio podemos observar:

- Solvencia: es altamente solvente dado que los valores son muy superiores a uno, pudiendo decir que el activo es cubierto más de una vez por el total de pasivos. Esto guarda relación con el hecho de que la empresa tiene un valor de deuda bajo – durante el ejercicio 2017 se ha tomado mayor deuda.
- Liquidez Corriente: puede hacer frente en promedio casi tres veces a sus deudas de corto plazo con sus activos disponibles.
- Liquidez seca: sin considerar los bienes de cambio, el activo corriente puede hacer frente casi dos veces al pasivo corriente.
- Liquidez de corto plazo: la misma se encuentra cubierta. Esta información es relevante, en tanto que de no verse afectada por otras condiciones a la empresa le resultaría más fácil acceder a créditos para sus operaciones si las circunstancias lo requirieran.
- Capital de trabajo: una la fuerte contracción comparada con los últimos cuatro años permite. Su ciclo de flujo de caja, en el último periodo ha perdido efectividad. La empresa afirma que hubo un problema con el calce con los plazos de pagos de los impuestos y los royalties. Es posible afirma que el flujo

de fondos que ingresa a la empresa por sus operaciones de venta es superior al necesario para invertir en los activos que hacen a la operatoria habitual.

- Inmovilización de los activos: hubo un crecimiento del mismo, que guarda relación con la expansión que la empresa ha estado realizando – apertura de puntos de ventas y adquisición del negocio de China. Es posible que el índice baje en el siguiente ejercicio como consecuencia de la decisión de cerrar punto de ventas no productivos. Este efecto puede verse compensando con el desarrollo del centro de distribución los nuevos almacenes en Europa.
- Cobertura de intereses: la empresa puede cubrir lo que gana o pierde por intereses de deuda. La fuerte contracción se debe principalmente a dos motivos: el incremento de los préstamos tomados bajo el acuerdo de facilidad de crédito y mayores tasas de interés pagadas.

Índices de Endeudamiento	2017	2016	2015	2014	2013	Prom. 2017-2013
Endeudamiento sobre PN	38,51%	23,86%	21,11%	22,89%	23,45%	26,13%
Endeudamiento sobre AT	27,77%	19,25%	17,43%	18,63%	23,45%	21,17%

Como se detectó en los análisis previamente realizados, la empresa se encuentra con un pequeño nivel de endeudamiento. Los indicadores nos están mostrando un bajo grado de utilización de deuda – aun con el crecimiento del financiamiento durante 2017 - en relación al patrimonio neto y al activo total.

Cuadro N°17: Facilidades de Financiamiento

Línea de Crédito "Senior Unsecured Revolving" (1) (en millones de dólares)		
	Año Fiscal	
	2017	2016
Total Disponible (excluyendo hasta \$500 millones del "accordion feature")	\$ 1.000,0	\$ 1.000,0
Préstamos pendientes (2)	127,30	-
Cartas de Crédito pendientes	10,60	10,00
Disponibilidad pendiente	\$ 862,1	\$ 990,0
Obligaciones pendientes de MK Panamá	\$ -	\$ 2,3
Línea de Crédito No comprometida de Hong Kong		
Total Disponible (\$100,0 millones de dólares de Hong Kong)	\$ 12,9	
Préstamos Pendientes (2) (\$4,5 millones de dólares de Hong Kong)	5,80	
Garantías Bancarias (\$11,8 millones de dólares de Hong Kong)	1,50	
Disponibilidad pendiente	\$ 5,6	
Total de Préstamos Pendientes	\$ 133,1	\$ -
Disponibilidad Pendiente	\$ 867,7	\$ 990,0

Fuente: Elaboración propia con la información suministrada por la empresa

En octubre de 2015 se ha suscripto un Acuerdo de Facilidades de Crédito – en el que participan varias entidades financieras, entre ellas JP Morgan como agente administrador - que reemplaza el tomado en 2013. La línea le permite acceder hasta \$ 1.0 billones que pueden estar denominados en dólares estadounidenses y otras monedas (dólares canadienses, euros, libras esterlinas, Yen, francos suizos) Prevé además la apertura de cartas de crédito de hasta \$75 millones y líneas de préstamo tipo “swing” hasta \$50 millones. Es posible extenderlo hasta \$ 500 millones, sujeto a la aprobación de los prestatarios, finalizando en octubre de 2020.

Con respecto al pago de intereses, la firma puede elegir el sistema mediante el cual se llevará adelante entre tres opciones diferentes que tienen en cuenta diferentes tasas de referencia.⁷

El acuerdo celebrado establece una serie de lineamientos establecidos asociados con el nivel de apalancamiento ajustado y el ratio de cobertura de gastos fijos. En el primer caso, se deberá calcular teniendo en cuenta parámetros especiales y podrá oscilar entre el 3,5 a 1⁸, mientras que para el segundo podrá ser entre 2 a 1⁹

Con la toma de control de las operaciones en China, se ha hecho del contrato celebrado en diciembre de 2016 con el banco HSBC para financiar necesidades de capital de trabajo hasta noviembre de 2017. El mismo establece una línea de crédito renovable de hasta 100 millones de dólares de Hong Kong (aproximadamente 12,9 millones de dólares estadounidenses).

⁷ Para mayor información ver Anexo N° II Financiamiento.

⁸ Para mayor información ver Anexo N° II Financiamiento.

⁹ Para mayor información ver Anexo N° II Financiamiento.

Cuadro N°18: Índices de Actividad¹⁰

ÍNDICE	2017	2016	2015	2014	2013	Prom. 2017-2013
Actividad						
Rotación de Créditos	15,67	14,04	13,22	13,13	13,08	13,90
Días de cobranza	23	26	28	28	28	26
Rotación de Inventarios	3,34	3,59	3,64	3,73	3,85	3,59
Días de Venta	109	102	100	98	95	102
Compras	1.835	1.942	1.817	1.455	955	1.601
Rotación de proveedores	11,93	15,82	14,10	12,84	12,70	13,48
Días de Pago	31	23	26	28	29	27
Ciclo de Efectivo (Prom)	101,87	104,59	101,97	97,18	93,92	100,62
Rotación del Activo Total	1,81	1,79	1,78	1,89	2,22	1,85
Rotación del Activo Fijo	6,66	7,13	9,57	11,17	10,57	8,31
Rotación del WC	4,90	3,25	2,79	2,89	3,88	3,38

Fuente: Elaboración propia

En primer lugar, podemos mencionar que el saldo de las cuentas a cobrar rota en promedio 16 veces en el año, demorando menos de un mes en promedio en hacer efectivos los cobros. Por otro lado, vemos que la rotación del inventario, sólo puede hacerlo en 4 oportunidades, y el tiempo de venta es de 109 días promedio. Es importante tener en cuenta que la empresa presenta dos colecciones anuales que llevan al remplazo total de los productos a comercializar

Cuando comenzamos a analizar la rotación de las cuentas a pagar vemos que es similar a la rotación de las cobranzas, aproximadamente 12 veces en el año. El tiempo de pago a los proveedores es mayor al tiempo de cobro.

El ciclo de efectivo de la empresa es 102 días en el último año, lo que representa una disminución con respecto al año anterior. Sin embargo, a partir de este desglose se puede comprender porque la empresa considera que ha hecho un uso efectivo de su ciclo de la caja: el plazo de sus cobros es casi igual al plazo de sus pagos – inclusive este es un poco más largo - y la rotación del inventario y de sus compras es igual, mientras que 109 días liquidar su inventario por completo.

Finalmente, es interesante remarcar que la rotación del capital de trabajo es la mayor de los últimos años. Como se mencionó antes debido a diferentes motivos disminuyó el capital de trabajo disponible por lo que fue necesario hacer más eficiente la utilización de este.

¹⁰ Para mayor información ver Anexo N° III Índices

6.11.4 Análisis y condiciones de rentabilidad de la compañía

A continuación, se analizarán los principales índices de rentabilidad de la firma:

Cuadro N°19: Índices de Rentabilidad¹¹

ÍNDICE	2017	2016	2015	2014	2013	Prom. 2017-2013
Rentabilidad						
Margen Bruto	59,23%	59,36%	60,57%	60,89%	59,89%	59,93%
Margen de Utilidad	12,27%	17,78%	20,15%	19,98%	18,22%	17,46%
ROA (Return on Assets)	22,16%	31,90%	35,95%	37,73%	40,49%	32,32%
--- Efecto sobre el margen de las ventas	0,1227	0,1778	0,2015	0,1998	0,1822	0,1746
--- Efecto Rotación de ventas sobre activos	1,81	1,79	1,78	1,89	2,22	1,85
ROE (Return on Equity)	30,74%	39,55%	43,54%	46,37%	40,49%	39,90%
--- Efecto sobre el margen de las ventas	0,1227	0,1778	0,2015	0,1998	0,1822	0,1746
--- Efecto Rotación de ventas sobre P.N.	2,505	2,224	2,160	2,321	2,222	2,285
--- Efecto Apalancamiento	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
--- Efecto Impositivo	0,8009	0,7146	0,7015	0,6565	0,6340	0,7007
Identidad Dupont	0,3074	0,3955	0,4354	0,4637	0,4049	0,3990

Fuente: *Elaboración propia*

Las operaciones de Michael Kors tienen un margen bruto del 59% en 2017 que se ve reducido al 13% aproximadamente en valores netos. Esto se debe a la gran incidencia que tienen los gastos operativos. El margen bruto mínimamente disminuyó con relación al ejercicio fiscal 2016 sin embargo, en términos netos la caída fue del 34%. Principalmente esto se debe al ambiente altamente promocional y al incremento de los gastos operativos totales – inclusión del negocio de Asia, incremento de alquileres, equipamiento de tiendas, alquileres de establecimientos con baja performance.

El ROA de la empresa es del 22%, el menor desde 2013 mostrando que el rendimiento de las operaciones con relación al activo total disminuyó. Este efecto sigue en línea con la disminución de los márgenes de venta como consecuencia del crecimiento de los gastos operativos (9%) Al detenerse en la composición del ROA vemos que el factor que más influenció la disminución del valor fue la disminución del ingreso neto.

Por otro lado, podemos ver que el ROE es del 30%, nuevamente el menor obtenido para el periodo de análisis. Este valor es superior al ROA, dado que la empresa se encuentra principalmente financiada por capital privado. Si se analiza en detalle los elementos que lo componen podemos ver el efecto positivo de los impuestos que se mencionara anteriormente. Al igual que en el caso del ROA tuvo un mayor nivel de

¹¹ Para mayor información ver Anexo N° III Índices

incidencia la disminución del margen neto. El índice nos muestra que la empresa no está obteniendo beneficios por el bajo nivel de endeudamiento.

Tabla N°2: Estimación apalancamiento ajustado MKHL¹²

	Año Fiscal Terminado		
	2017	2016	2015
Endeudamiento Total	\$ 691,0	\$ 505,5	\$ 427,2
Gasto Consolidado de Alquileres	\$ 332,50	\$ 257,90	\$ 216,80
EBITDAR	\$ 1.447,00	\$ 1.624,90	\$ 1.611,02
Ingreso Neto	551,5	837,7	881,0
Impuesto a la renta	137,1	334,6	374,8
Gs. Financiero	4,1	1,7	0,2
Depreciaciones y Amortizaciones	219,8	183,2	138,4
Gs. Consolidado de Alquiler	332,5	257,9	216,8
Otros Gastos	202,0	9,8	- 0,2
Apalancamiento Ajustado	1,9	1,3	1,1

Fuente: Elaboración propia en función de la información brindada por la empresa

En la tabla anterior se ha estimado el ratio de apalancamiento ajustado que debe calcular la empresa para cumplir con lo establecido en el Acuerdo de Facilitación de crédito suscripto. Es posible observar que en los últimos tres años la empresa se mantuvo por encima del mínimo establecido. Dado el bajo valor que toma el índice es posible suponer que el margen que deberá adicionarse a la tasa de interés seleccionada será bajo.

Podríamos concluir que el nivel de ganancias por ventas fue del 12%, mientras que se vende 1,81 veces el activo total en el año, y que hubo 1,39 dólares del activo total por cada unidad monetaria del patrimonio neto, o bien, que por cada unidad monetaria del patrimonio neto hubo 1,39 dólares del activo total generando ganancia neta.

¹² La información relacionada con los criterios empleados se encuentra detallada en el anexo N° II. Financiamiento

7. Valuación de la empresa

7.1 Escenarios futuros esperados

Como se indicó oportunamente, se buscará hallar el valor intrínseco de la compañía a través del modelo de flujo de fondos de la firma descontados al costo promedio ponderado del capital (WACC o CCPC).

Se llevará adelante la estimación de los flujos de fondos esperados futuros para la firma para un período de diez años (2018-2027) y el valor terminal para la perpetuidad. La proyección se realizará considerando la información suministrada en los estados financieros de la empresa desde 2012 hasta el 1º de abril de 2017, así como los datos de mercado recabados durante la presente investigación. Luego, se llevará adelante el descuento mediante el costo promedio ponderado determinado.

Se han elaborado tres escenarios posibles: el base – considerado el más probable – el negativo y el positivo. A continuación, se detallarán los supuestos considerados de manera general, así como las características particulares de cada uno.

7.2 Supuestos Generales para la Proyección de los Flujos de Fondos de la firma

En cada uno de los escenarios analizados se han presentado variables que se mantuvieron constantes y que se enumeran a continuación:

- **Flujos analizados:** Se trabajará con flujos de fondos de la firma. Los mismos son nominales y serán proyectados teniendo en cuenta una serie de factores que cambiarán en los diferentes escenarios.
- **Moneda y tipo de cambio:** Los flujos de fondos se encuentran expresados en dólares americanos y no se encuentran afectados por la fluctuación del valor de éste con relación a las diferentes monedas en las que la empresa realiza compras. Debido a que la firma ha suscripto diferentes contratos de futuros para cubrir sus operaciones y evitar el descalce, no es necesario tomar precauciones al respecto.
- **Demanda:** Se ha considerado que los bienes que comercializa la firma son “productos de lujo”, y en dicho caso, su demanda es inelástica. Este tipo de consumo no sufre ante fluctuaciones macroeconómicas, exceptuando cuando

se presenta una crisis grave. Si bien durante el presente trabajo, se ha desarrollado el problema relacionado con el posicionamiento, es posible considerar que: no hay una crisis económica en el horizonte que logre afectar el consumo hasta el 2027; que aún se mantiene una imagen de producto de lujo, aunque ha sufrido una erosión importante.

- **Ventas:** Se proyectarán discriminando la categoría de producto debido a que de los estados contables no se diferencia las ventas por línea. La evolución y el crecimiento de los ingresos generará, de manera conjunta con la variación de los gastos generales, las diferencias entre los tres escenarios.
- **Deuda:** Se supondrá en todos los escenarios que, el ratio deuda / equity se mantendrá constante. Esto no significa que la empresa no se endeudará en el futuro, sino que cuando lo haga la relación con el capital propio se mantendrá igual que la actual.
- **Tasa Impositiva:** La tasa impositiva efectiva difiere de la tasa estatutaria a la que se encuentra sujeta la firma y disminuye a medida que se incrementan las ventas fuera de los Estados Unidos. En especial, con el crecimiento en Europa ya que, la tasa estatutaria de la mayoría de los países europeos es menor. Sin embargo, la nueva administración norteamericana está considerando un proyecto que podría disminuir los impuestos para las empresas. La propuesta de los republicanos es del 24% mientras que la Administración Trump sugiere que el impuesto se ubicará en el 19%. Dado que al momento del análisis el proyecto no ha avanzado, la proyección se hará suponiendo a empresa continuará su proceso de expansión mundial razón por la cual, los ingresos generados en Asia y Europa se incrementarán. Esto hará tender a la baja la tasa efectiva impositiva. Luego de analizar la evolución de la tasa efectiva de los últimos años se ha decidido considerar que la misma se ubicará en el 20% y se mantendrá constante a lo largo del tiempo:

Tabla N°3: Tasa Efectiva Impositiva Histórica

	Año Fiscal Terminado				
	2013	2014	2015	2016	2017
Tasa Impositiva Efectiva	36,60%	34,35%	29,85%	28,54%	19,91%

Fuente: Elaboración propia en función de la información disponible

- **Tasa de Descuento:** Se ha definido una tasa de descuento constante en todos

los escenarios, y para el plazo completo de análisis. La misma será del 7,72%
En el siguiente apartado, se desarrollará cómo se ha llegado al mencionado valor.

- Crecimiento a perpetuidad: Para el presente análisis se considerará que el crecimiento en la perpetuidad será de 3%. Es decir, que los flujos de la firma crecerán dentro del marco del crecimiento económico normal independiente de la evolución de cada producto o mercado donde la empresa opere.

7.3 Tasa de Descuento

Para descontar los flujos de fondos de la firma en todos los casos supuestos se ha utilizado el Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC) o WACC. A fin de hallar dicho valor se han tenido que definir los diferentes elementos que componen el mismo.

En primer lugar, se ha determinado que el costo del equity o capital propio sería del 8.33%. Para llegar al mismo, se han considerado:

- Tasa libre de riesgo: Se ha seleccionado el rendimiento de los bonos de la Reserva Federal de los Estados Unidos a 10 años (2,395%) a la fecha seleccionada para el análisis. La elección de esta tasa está relacionada con la moneda en la que se encuentran expresados los flujos de fondos (el dólar) y el plazo de la proyección.
- Prima de riesgo de mercado: Se han analizado las primas de riesgo de los últimos 17 años, a través de servicios de información donde se recaba la información de los rendimientos de diferentes acciones de Estados Unidos. De esta manera, se ha arribado a la conclusión que dada la tendencia al alza de las tasas y al incremento de la volatilidad en los últimos años, la misma se ubicaría unos puntos por encima de la observada en 2016. (5.72%)

Cuadro N°20: Equity Risk Premium Histórica

Año	Implied Premium (FCFE)
2000	2,87%
2001	3,62%
2002	4,10%
2003	3,69%
2004	3,65%
2005	4,08%
2006	4,16%
2007	4,37%
2008	6,43%
2009	4,36%
2010	5,20%
2011	6,01%
2012	5,78%
2013	4,96%
2014	5,78%
2015	6,12%
2016	5,69%

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en el sitio web Damodaran On line

- Beta: El valor hallado fue de 1,0367. El mismo surgió de procesar la serie completa de datos con frecuencia diaria – es decir, desde 2012 hasta 2017 – y utilizando como rendimiento de mercado, al obtenido por el SP500 en el mismo periodo de tiempo. La decisión está basada en la corta vida pública que ha tenido la firma como también a la amplia variedad de situaciones que ha pasado desde que comenzó a operar en bolsa. Si se tomará sólo los últimos dos años, la beta se reduciría, pero estaría representando un momento no muy alentador con una fuerte contracción de sus ventas.

Adicionalmente, al correr la regresión con frecuencia diaria, semanal y mensual se encontró que el R² más alto era el obtenido mediante el análisis de los datos de la serie completa con frecuencia diaria. Es importante señalar que en todos los casos el valor obtenido es bajo, sin embargo, es en el caso de los datos a nivel mensual, es donde se observa que la Beta es la menos representativa.

Cuadro N°21: Análisis para la determinación del Beta de Michael Kors

Período	Concepto	Daily	Weekly	Monthly
Periodo 2012-2017	Beta	1,0367	1,0307	0,5595
	R2	0,108	0,094	0,022
Periodo 2015-2017	Beta	0,8944	0,9019	-0,8100
	R2	0,088	0,068	0,043

Fuente: Elaboración propia a partir de la información recabada sobre las cotizaciones de las acciones de Michael Kors

El siguiente punto relevante, es la definición del costo de la deuda. Para hallarlo se han analizado diferentes aspectos como: el nivel de endeudamiento de la firma; las características de los acuerdos de facilitación de crédito que posee la misma; la performance de la tasa LIBOR Ajustada - que es una de las principales referencias para el pago de los intereses de la deuda; entre otras.

Como se manifestará oportunamente, lo importante no es tanto la historia del endeudamiento sino el futuro: cuánto le costaría a la empresa hoy tomar deuda. Sin embargo, es importante mencionar al 1º de abril de 2017 la organización no ha realizado emisiones.

Al estudiar a la competencia nos encontramos que, los papeles de la firma Coach se han pagado una tasa del 4.25% (BBB-) mientras que los ofrecidos en 2015 por Ralph Laurent, tuvieron un costo del 2.125% promedio con una calificación de A (-)

Como ambas empresas han sido calificadas crediticiamente se calculó el ratio de cobertura de intereses a fin de generar un índice y permitir la comparación. Sin embargo, ambas empresas difieren altamente:

Tabla N°4: Análisis de la Deuda Michael Kors y sus principales Competidores

Competidores	Calificaciones	Ratio de Cobertura de Intereses
COACH Inc.	BBB -	24,29
Ralph Lauren	A -	-7,65
Michael Kors		168,27

Coach Inc. (en millones de dólares)

	Año Fiscal Terminado	
	2016	2015
Accounts payable	186,70	222,80
Current Debt	15,00	11,30
Long Term Debt	861,20	879,10
Endeudamiento	1.062,90	1.113,20
Intereses netos	26,90	6,40
Relación Endeudamiento / Intereses Netos	2,53%	0,57%
Ratio de Cobertura de Intereses	24,29	96,56

Posee un acuerdo de facilidad de crédito renovable, con condiciones similares a las del acuerdo macro de Michael Kors. Aunque no se encuentra sujeto a ratios de apalancamiento y las opciones de tasas a aplicar son menores y más directas. Asimismo, la empresa ha emitido obligaciones negociables.

Ralph Lauren (en millones de dólares)

	Año Fiscal Terminado	
	2017	2016
Accounts payable	147,70	151,00
Short Term Debt	-	116,10
Long Term Debt	588,20	597,00
Endeudamiento	735,90	864,10
Intereses pagados	12,4	21
Relación Endeudamiento / Intereses Netos	1,69%	2,43%
Ratio de Cobertura de Intereses	-7,65	27,71

La empresa ha perdido durante el último ejercicio fiscal lo que ha generado que no sea factible hacer una comparación por ratios de cobertura de intereses.

Se han realizado al menos 3 emisiones de deuda negociable (de donde procede el mayor nivel de financiamiento) Las últimas emisiones se han realizado bajo el amparo del programa Global de Facilidades de Crédito que la firma posee. Las opciones para el pago de intereses son varias y recurren a tasas publicadas por JP Morgan, así como LIBOR más un spread.

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en los Estados Contables de las firmas citadas.

Las diferencias estructurales entre las tres organizaciones, así como también las cambiantes condiciones del entorno en el cual se han realizado las emisiones hacen que no se considere adecuado realizar una comparación.

Si bien el Acuerdo de Facilidades de Crédito que Michael Kors posee es una fuente de referencia es necesario considerar que cualquier operación que tienda a incrementar el nivel de deuda, generaría un aumento del rendimiento que los inversionistas exigirán. Adicionalmente, en todos los mecanismos para el cálculo de los intereses se informan las tasas de referencia, pero no los spreads que se deberían aplicar.

Por todos los motivos antes expuestos, se ha decidido que se utilizará la Prime Commercial Rate de JP Morgan Chase como valor referencial que es del 4.25%. Para mayor referencia se realizó un control con sistemas de información donde se observó que el último relevamiento para la industria en promedio hasta enero de 2017 el costo había sido de 3.70%. Para ese momento la tasa informada por JP Morgan Chase era de 3.75%

Finalmente, se estimaron los ratios de endeudamiento y capital propio en relación al valor total de la compañía. Para estimar la proporción del valor total que corresponde al equity se tomó el precio de la acción al momento del análisis (38,11 dólares al 31/03/2017) y la cantidad de acciones emitidas. Mientras que para el valor de la deuda se consideró el informado en el último balance consolidado. Se observó que el 88% del capital total se encuentra conformado por el propio de la empresa, y sólo el 12% corresponde a lo aportado por el financiamiento de terceros.

Se supondrá que la proporción deuda - equity se mantendrá constante en el tiempo. Es decir, que si la deuda se incrementa lo hará también el capital propio a fin de mantener la misma relación actual. El principio sobre el que recae este supuesto está dado en los acuerdos de facilitación de crédito que la firma ha suscripto y que se desarrollan en el apartado correspondiente. Dado que la organización se ve obligada a mantener determinados ratios de apalancamiento podemos suponer que los mismos harán que el nivel de endeudamiento no se dispare. Por otro lado, al comparar con los valores promedio para la industria (Retail - Special Lines) podemos observar que se encuentra por debajo de los valores promedio del mercado. Estos se ubican en el 65,73% para el capital propio y en el 34,27% para el endeudamiento.

7.4. Caso Base

En este escenario se plantea una situación conservadora que, sin ser muy optimista, muestra una evolución positiva de la empresa desde aspectos intrínsecos y extrínsecos. La política comercial y competitiva se mantendría similar a la actual. Mientras que supone que la economía evolucionaría de manera estable.

Con respecto a los ingresos, se espera que se inicie un proceso de crecimiento, pero le llevará tiempo a la firma lograr revertir la tendencia que desde hace dos años se ha presentado. Las tasas de crecimiento positivo que logre alcanzar serán considerablemente más bajas que las observadas en los primeros años de la empresa:

Tabla N°5: Tasas de Crecimiento Proyectada por segmento

Tasa de crecimiento proyectada - ESCENARIO BASE										
	Año Fiscal Terminado									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Accesorios	-3,65%	-3,50%	-3,00%	-2,50%	-2,00%	-1,50%	-1,00%	1,00%	2,50%	4,50%
Aparado	-0,10%	-0,10%	-0,08%	-0,05%	0,05%	1,00%	1,50%	2,00%	2,00%	2,50%
Calzado	-5,50%	-5,50%	-5,00%	-4,80%	-4,50%	-4,00%	-3,50%	-2,00%	-1,50%	1,50%
Productos Bajo Licencia	-13,65%	-13,50%	-12,50%	-12,00%	-11,50%	-11,00%	-10,00%	-8,00%	-5,00%	-5,00%
Ventas netas	-4,05%	-3,85%	-3,31%	-2,84%	-2,36%	-1,74%	-1,18%	0,59%	1,84%	3,66%
Ingresos por licencias	-16,50%	-15,50%	-15,50%	-15,00%	-13,00%	-12,50%	-10,00%	-8,00%	-5,00%	-1,00%
Ingresos Totales	-4,45%	-4,18%	-3,61%	-3,11%	-2,57%	-1,93%	-1,31%	0,47%	1,75%	3,61%

Fuente: Elaboración propia

En el ejercicio fiscal de 2017, la empresa presentó una fuerte caída de sus ingresos totales (-4.63%). Mientras que el análisis planteado para 2018 muestra una recuperación debido a las medidas correctivas que la dirección ha decidido implementar los resultados aún no serán positivos. La decisión de reducir la exposición y la actividad promocional no podrá afectar en primer momento las ventas.

Los productos bajo licencia son los que más afectados se han visto, y se puede prever que la tendencia se consolidará. En particular, si se analiza la complicada situación que está afrontando uno de los principales socios comerciales de la firma, Fossil.

La organización continuaría apalancándose fuertemente en el mercado de los accesorios, con un crecimiento sostenido, siendo la principal fuente de ingresos.

Las ventas totales de la empresa se ubicarán al final del periodo de análisis en el orden de los 3.837 millones de dólares. Si bien la empresa ha tenido volúmenes de venta mayores es necesario considerar que durante los primeros cinco años como

pública ha manifestado tasas de crecimiento insostenibles en el largo plazo – del orden del 50%. El mercado al que se enfrenta presenta condiciones muy diferentes que harían muy difícil mantener una tasa de crecimiento similar.

Cuando se analiza la situación de los principales competidores se ve que en los últimos cuatro ejercicios fiscales (2016 a 2013) han tenido una situación muy oscilante con ejercicios con importantes crecimientos, pero por debajo del 10% mientras que en otros han tenido fuertes caídas (-13%) Esta información permite concluir que se encuentra muy difícil alcanzar niveles de crecimiento que superen el 5%

Tabla N°6: Ventas Totales por Segmento

Resultados Operativos (Proyectados) - ESCENARIO BASE	Año Fiscal Terminado									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Accesorios	\$ 2.949,7	\$ 2.846,4	\$ 2.761,0	\$ 2.692,0	\$ 2.638,2	\$ 2.598,6	\$ 2.572,6	\$ 2.598,3	\$ 2.663,3	\$ 2.783,1
Aparado	542,7	542,1	541,7	541,4	541,7	547,1	555,3	566,4	577,7	592,2
Calzado	436,6	412,6	391,9	373,1	356,3	342,1	330,1	323,5	318,7	323,4
Productos Bajo Licencia	242,9	210,1	183,8	161,8	143,2	127,4	114,7	105,5	100,2	95,2
Ventas netas	\$ 4.171,8	\$ 4.011,2	\$ 3.878,5	\$ 3.768,3	\$ 3.679,4	\$ 3.615,2	\$ 3.572,7	\$ 3.593,8	\$ 3.659,9	\$ 3.794,0
Ingresos por licencias	121,7	102,9	86,9	73,9	64,3	56,2	50,6	46,6	44,2	43,8
Ingresos Totales	\$ 4.293,6	\$ 4.114,1	\$ 3.965,4	\$ 3.842,2	\$ 3.743,6	\$ 3.671,5	\$ 3.623,3	\$ 3.640,3	\$ 3.704,2	\$ 3.837,8

Fuente: Elaboración propia

Otro aspecto importante, está vinculado con el costo de la mercadería vendida. Se proyecta que vaya aumentando hasta ubicarse en un valor cercano al 45% en relación a los ingresos totales. En el largo plazo, se estabilizaría en el 30%.

Tabla N°7: Proyección Costo de la Mercadería Vendida

	Año Fiscal Terminado									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Margen de Ganancia Bruta	56,00%	55,00%	58,00%	60,00%	62,50%	65,00%	65,00%	70,00%	70,00%	70,00%
CMV	44,00%	45,00%	42,00%	40,00%	37,50%	35,00%	35,00%	30,00%	30,00%	30,00%

Fuente: Elaboración propia

Uno de los principales factores que incide en costo de cualquier producto, es el precio de los fletes internacionales. En este caso, tiene una mayor preponderancia debido a la distancia existente entre el centro de producción y los puntos de distribución. Entre 2015-2016, el petróleo alcanzó mínimos históricos, pero hacia fines de 2016 los precios ya habían mostrado una fuerte suba. Durante el primer trimestre de 2017, los valores de este commodities presentado una oscilación lógica con una tendencia hacia el alza y los futuros se ubican en niveles no muy lejanos a los actuales.

Desde comienzos de 2017 ha habido crecientes conflictos internacionales entre Estados Unidos y Corea del Norte, así como se mantiene la amenaza latente de parte del ISIS. Un conflicto bélico generaría que el valor de todos los indicadores se vea seriamente afectado. No sólo el precio de los commodities se dispararía, sino que el consumo y el comercio internacional se desplomarían.

El dólar actualmente está mostrando una fuerte depreciación, produciendo que las economías asiáticas - principalmente en Taiwán y China - se vean comprometidas. Los costos han aumentado, y sólo porque la empresa ha suscriptos contratos de futuro para proteger sus compras, es posible no llevar adelante provisiones por fuertes pérdidas por variación del valor de las monedas.

Las empresas chinas están siendo inspeccionadas y obligadas a modernizar gran parte de sus maquinarias para disminuir la contaminación. Esto hace muy posible que en el próximo año la firma sufra un incremento de los costos. Sólo cuando la situación se estabilice podrá volver a valores similares a los actuales.

Tabla N°8: Gastos Generales de Administración y Comercialización

(En millones)	Año Fiscal Terminado									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Gastos Grales. De Adm. Y Comercialización	\$ 1.923,85	\$ 1.832,31	\$ 1.741,54	\$ 1.703,17	\$ 1.297,62	\$ 1.255,15	\$ 1.229,66	\$ 1.213,69	\$ 1.153,00	\$ 1.095,35
Alquileres	384,77	366,46	348,31	306,57	233,57	207,10	196,75	182,05	172,95	164,30
Mínimos	250,10	238,20	226,40	214,60	163,50	155,33	147,56	140,18	133,17	126,51
Contingentes	134,67	128,26	121,91	91,97	70,07	51,78	49,19	41,87	39,78	37,79
Publicidad y Marketing	288,58	274,85	174,15	144,77	110,30	106,69	110,67	109,23	109,54	109,54
Shipping & Handling	144,29	137,42	121,91	119,22	81,75	78,45	76,24	72,82	69,18	65,72
Otros Gs.	1.106,21	1.053,58	1.097,17	1.132,61	872,00	862,92	846,00	849,58	801,34	755,79

Fuente: Elaboración propia

Un punto de vital en el análisis son los Gastos Generales, debido al alto nivel que enfrenta la empresa. Se anunció el cierre de 100 a 125 tiendas en los próximos dos años debido a la baja performance. De esta manera, se busca generar un ahorro de costos y mejorar la productividad. El problema que se presenta es que muchos alquileres no permiten la pre cancelación, por lo cual, el impacto de esta decisión no se materializa de inmediato. Se proyecta que los alquileres no superen el 15% de los gastos generales a futuro, descendiendo paulatinamente desde el 20%.

En relación a la Publicidad y Marketing, deberían incrementarse para respaldar el re posicionamiento de la firma, representando un 15% de los gastos generales para en el largo plazo consolidarse en el 10%. Con la optimización de la operación del sitio

web se debería observar un crecimiento de las ventas a través de este canal. También mediante la utilización del centro de distribución propio, se buscará reducir el costo de shipping y handling. Por lo que, se espera que pase de representar un 7.5% al 6% de los gastos generales. Esto tiene en cuenta la incertidumbre sobre el impacto que tendrá el Brexit de la Unión Europea en el comercio dentro del continente europeo.

En conclusión, el rubro de “Gastos General de Administración y Comercialización” tendería a reducirse lentamente, pero de manera constante. La dirección plantea que una fuente importante de ahorro de costos vendrá dada a través de las sinergias en los negocios adquiridos. Pero alcanzar dicho objetivo, depende de una buena administración. En general, los beneficios son difíciles de adquirir y por ello no creemos que el impacto logró evidenciarse en el corto plazo.

Tabla N°9: Capital de Trabajo

(en millones de dólares)	Proyecciones									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos Totales	4.293,55	4.114,10	3.965,43	3.842,22	3.743,65	3.671,46	3.623,33	3.640,34	3.704,17	3.837,79
Working Capital	1.116,32	1.090,24	1.110,32	1.114,24	1.123,09	1.174,87	1.177,58	1.201,31	1.240,90	1.343,23
% Working Capital / Ing. Totales	26,00%	26,50%	28,00%	29,00%	30,00%	32,00%	32,50%	33,00%	33,50%	35,00%

	Proyecciones									
Variación del Working Capital	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
(en millones de dólares)										
Al Inicio	598,90	1.116,32	1.090,24	1.110,32	1.114,24	1.123,09	1.174,87	1.177,58	1.201,31	1.240,90
Al Cierre	1.116,32	1.090,24	1.110,32	1.114,24	1.123,09	1.174,87	1.177,58	1.201,31	1.240,90	1.343,23
$\Delta W/K$	\$ 517,42	-\$ 26,09	\$ 20,09	\$ 3,92	\$ 8,85	\$ 51,77	\$ 2,72	\$ 23,73	\$ 39,58	\$ 102,33

Fuente: Elaboración propia

El capital de trabajo es un punto no menor, debido al tipo de negocio. En promedio, desde el año 2012 la firma ha mantenido una relación cercana al 30% entre éste y los ingresos totales. En el ejercicio fiscal de 2017, descendió fuertemente (al 13%) donde la adquisición de los negocios en China ha tenido una gran influencia. Pero este efecto se irá reduciendo con el paso del tiempo, y que, mediante el progresivo cierre de locales y la expansión a nivel mundial se puede proyectar el crecimiento del capital de trabajo. Una firma que se busca líder el mercado y que espera ampliar su negocio, debe destinar una gran parte de sus ingresos al capital de trabajo. Por ello, se proyecta que el nivel alcance el 35% con relación a los ingresos totales hacia el final del periodo analizado.

Para lograr dicho objetivo se necesitará de dos factores claves: una adecuada de la previsión de las preferencias de los consumidores - reduciendo la tenencia de

inventarios al finalizar cada ejercicio fiscal; y la optimización de la política de distribución.

Con relación a las inversiones en activos fijos, en la siguiente tabla se puede observar la evolución esperada:

Tabla N°10: Inversiones en Activos Fijos

(en millones de dólares)	Proyecciones									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Propiedad & Equipos	\$ 1.777,69	\$ 2.194,48	\$ 2.716,68	\$ 3.353,45	\$ 4.104,37	\$ 4.972,49	\$ 5.979,16	\$ 7.192,66	\$ 8.618,03	\$ 10.343,62
Depreciaciones Acumuladas	-833,90	-1.115,32	-1.404,81	-1.718,54	-2.099,37	-2.594,66	-3.221,10	-3.988,71	-4.888,38	-6.171,04
Depreciaciones del Periodo	-281,42	-289,49	-313,73	-380,83	-495,29	-626,44	-767,61	-899,66	-1.282,66	-1.028,04
Propiedad & Equipos, netos.	662,37	789,68	998,14	1.254,08	1.509,71	1.751,39	1.990,45	2.304,28	2.447,00	3.144,55

Fuente: *Elaboración propia*

Como se mencionó anteriormente, la firma comenzará un proceso de minimizar la exposición de la marca. Debido a la decisión de cerrar aquellas tiendas con bajo nivel de rendimiento, no se tomarán nuevos contratos de alquiler salvo aquellos necesarios para cimentar la expansión. Sólo se renovarán aquellos que son evaluados como óptimos. Posiblemente, algunos de los compromisos tomados no podrán ser cancelados hasta su vencimiento. Esto hará que no se observe un descenso en los gastos de manera inmediata. Lo mismo sucederá con las “tiendas in shop”. Algunas deberán cerrarse y otras se incorporarán para poder apoyar el proceso de re posicionamiento de la marca.

Los equipos, muebles, accesorios y el equipamiento se verán inmersos en un proceso constante de renovación. Se requerirá continuar mejorando el software actual, para apoyar la ampliación de la capacidad operativa de la plataforma on line.

Finalmente, el centro de distribución (que figura como construcciones en programa) se dará por concluido en 2018. Por lo que dicho rubro desaparecerá y el bien se ingresará en el rubro “Edificación”

En conclusión, la siguiente tabla muestra como quedarán proyectadas las inversiones en gastos de capital de la empresa:

Tabla N°11: Inversiones Gastos de Capital (CAPEX)

Variación del CAPEX (en millones de dólares)	2018	2019	2020	Proyecciones						
				2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Al Inicio	591,50	662,37	789,68	998,14	1.254,08	1.509,71	1.751,39	1.990,45	2.304,28	2.447,00
Al Cierre	662,37	789,68	998,14	1.254,08	1.509,71	1.751,39	1.990,45	2.304,28	2.447,00	3.144,55
Δ CAPEX	\$ 70,87	\$ 127,30	\$ 208,46	\$ 255,94	\$ 255,62	\$ 241,68	\$ 239,06	\$ 313,83	\$ 142,72	\$ 697,55

Fuente: Elaboración propia

A partir de toda la información antes suministrada es posible realizar la proyección de los flujos de fondos de la firma en el periodo de análisis, que luego son actualizados a fin de encontrar el valor intrínseco de la empresa. En el siguiente cuadro se resume el trabajo realizado:

7.5 Caso Negativo

El escenario negativo plantea una situación en donde por diferentes motivos la evolución de la empresa estaría debajo de lo esperado. Constituiría el escenario pesimista. El objetivo de este es considerar cuánto valdría la firma si los objetivos planteados no se logran o si demoran más tiempo del previsto.

En este caso, si bien se espera que los ingresos vayan incrementándose, lo harían a tasas más bajas de las deseadas. Esto llevaría a la organización a tener que hacer frente a un nivel de crecimiento muy lento. Con valores lejanos a los supuestos la empresa mantendrá.

Tabla N°12: Tasas de Crecimiento Proyectada por segmento

Tasa de crecimiento proyectada - ESCENARIO NEGATIVO										
	Año Fiscal Terminado									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Accesorios	-4,00%	-3,80%	-3,60%	-3,00%	-2,00%	-1,80%	-1,50%	1,00%	1,00%	1,00%
Aparado	-0,11%	-0,08%	-0,05%	-0,03%	-0,01%	-0,01%	0,10%	0,15%	0,15%	0,15%
Calzado	-7,00%	-6,80%	-6,60%	-6,40%	-6,20%	-6,00%	-5,50%	-5,00%	-4,50%	-2,50%
Productos Bajo Licencia	-15,00%	-14,80%	-14,40%	-13,00%	-12,50%	-12,00%	-11,00%	-10,00%	-8,00%	-8,00%
Ventas netas	-4,54%	-4,26%	-3,97%	-3,37%	-2,54%	-2,29%	-1,92%	0,03%	0,18%	0,37%
Ingresos por licencias	-18,00%	-17,50%	-17,30%	-17,00%	-16,50%	-16,00%	-15,00%	-15,00%	-12,50%	-12,50%
Ingresos Totales	-4,98%	-4,63%	-4,29%	-3,65%	-2,79%	-2,50%	-2,10%	-0,15%	0,05%	0,26%

Fuente: Elaboración propia

Para el ejercicio 2018, la empresa tendría una pérdida mayor que en 2017 (-4.98%) Esto supone que las acciones correctivas a implementadas son insuficientes. Pudiendo deberse a cuestiones intrínsecas (dificultad en la implementación) como a cuestiones extrínsecas (la respuesta de los consumidores no es la esperada) La reducción de actividad promocional a fin de disminuir la sobre exposición del producto puede tener un efecto contraproducente. Esto guarda relación con la teoría del consumo expuesta anteriormente y la pérdida de posicionamiento de la marca. Si debido al exceso de oferta ya no se considera como “exclusivo”, la disminución de promociones llevará a una caída de las ventas en el corto plazo. Sólo se recuperará a medida que la marca sea percibida como “lujosa” nuevamente.

En este caso, como en el anterior, las ventas se apalancarán en el mercado de accesorios. La caída de los ingresos por licencias se mantendrá, y si bien hacia final del periodo analizado habrá achicado la brecha, no volvería a tener valores positivos.

Tabla N°13: Ventas Totales por Segmento

Resultados Operativos (Proyectados) - ESCENARIO NEGATIVO	Año Fiscal Terminado									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Accesorios	\$ 2.938,9	\$ 2.827,3	\$ 2.725,5	\$ 2.643,7	\$ 2.590,8	\$ 2.544,2	\$ 2.506,0	\$ 2.531,1	\$ 2.556,4	\$ 2.582,0
Aparado	542,6	542,2	541,9	541,8	541,7	541,7	542,2	543,1	543,9	544,7
Calzado	429,7	400,4	374,0	350,1	328,4	308,7	291,7	277,1	264,6	258,0
Productos Bajo Licencia	239,1	203,7	174,4	151,7	132,7	116,8	104,0	93,6	86,1	79,2
Ventas netas	\$ 4.150,3	\$ 3.973,6	\$ 3.815,8	\$ 3.687,3	\$ 3.593,7	\$ 3.511,4	\$ 3.444,0	\$ 3.444,8	\$ 3.451,0	\$ 3.463,9
Ingresos por licencias	119,6	98,6	81,6	67,7	56,5	47,5	40,4	34,3	30,0	26,3
Ingresos Totales	\$ 4.269,9	\$ 4.072,2	\$ 3.897,3	\$ 3.755,0	\$ 3.650,2	\$ 3.558,9	\$ 3.484,3	\$ 3.479,2	\$ 3.481,0	\$ 3.490,2

Fuente: Elaboración propia

En relación al costo de la mercadería vendida, éste se incrementará en los primeros años y luego irá disminuyendo.

Tabla N°14: Proyección del Costo de la Mercadería Vendida

	Año Fiscal Terminado									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Margen de Ganancia Bruta	52,00%	54,00%	55,50%	57,00%	58,00%	60,00%	60,00%	60,00%	60,00%	60,00%
CMV	48,00%	46,00%	44,50%	43,00%	42,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%

Fuente: Elaboración propia

Esto se producirá como consecuencia de un incremento en el costo para ingresar los productos a los mercados de consumo. Se puede considerar dos casos particulares, y que representan los principales mercados: Estados Unidos y Reino Unido. Un cambio en la política aduanera en el primero implicaría que endurezcan los controles, así como los aranceles que las empresas deberían pagar a la hora de ingresar los productos. En el caso del segundo mercado, el problema está asociado con la salida de la Unión Europea. La firma ha invertido en el desarrollo de un centro de distribución en Holanda a fin de facilitar la logística, pero podría implicar que un bien con destino a Londres pague dos veces impuestos o recurrir a depósitos locales con el correspondiente gasto asociado.

Tabla N°15: Gastos Generales de Administración y Comercialización

(En millones)	Año Fiscal Terminado									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Gastos Grales. De Adm. Y Comercialización	\$ 2.058,52	\$ 1.960,57	\$ 1.863,45	\$ 1.624,83	\$ 1.338,30	\$ 1.201,95	\$ 1.167,83	\$ 1.237,16	\$ 1.203,28	\$ 1.170,54
Alquileres	411,70	392,11	372,69	324,97	247,59	222,36	216,05	204,13	198,54	193,14
Mínimos	250,10	238,20	226,40	214,60	163,50	160,23	157,03	153,88	150,81	147,79
Contingentes	161,60	153,91	146,29	110,37	84,09	62,13	59,02	50,25	47,73	45,35
Publicidad y Marketing	411,70	392,11	372,69	324,97	267,66	180,29	175,17	185,57	180,49	175,58
Shipping & Handling	185,27	176,45	149,08	129,99	100,37	102,17	93,43	98,97	96,26	93,64
Otros Gs.	1.049,84	999,89	968,99	844,91	722,68	697,13	683,18	748,48	727,99	708,17

Fuente: Elaboración propia

Este último punto nos lleva a hablar de los Gastos Generales. Podríamos estimar que la cantidad de contratos que pueden ser pre cancelados es menor a la esperada por la firma. Se deberá optar por cerrar tiendas mientras se continúa pagando por su alquiler, mientras que otras pueden necesitar abrirse generando que el ahorro no se materialice. Por otro lado, como resultado de la erosión que ha sufrido la marca, será necesario llevar adelante fuertes gastos en publicidad y marketing, y continuar con el recorte de las promociones – con la consecuente caída en las ventas.

Finalmente, se cree que la optimización de la operación del sitio web y la utilización del centro de distribución propio reducirá los gastos de shipping y handling. Sin embargo, estos quedarán condicionados a aspectos extrínsecos como el endurecimiento de la política aduanera, así como la finalización de acuerdos de libre comercio. De esta manera, los efectos pueden verse demorados.

Como se mencionó durante el análisis del caso Base, en general, al momento de llevar cualquier proceso de fusión y/o adquisición se mencionan una serie de beneficios que se deberían traducir en ahorros de costos. Pero éstos son difíciles de obtener. En este escenario se plantea que lo prometido no se logra traducir en una mejora económica.

Para el presente análisis, se ha considerado que no habrá modificaciones significativas en relación a los criterios utilizados para las inversiones en activos fijos y el capital de trabajo. Con la proyección de los flujos de fondos de la empresa se hallará el valor intrínseco para el escenario propuesto. En el siguiente cuadro se resume el trabajo realizado:

Cuadro Nº23: Proyección de Flujos de Fondos de la Firma para el Escenario Base¹⁴

Ventas totales (en millones)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Perpetuidad
EBIT	-223,58	-220,66	-189,54	13,66	247,03	350,53	246,56	59,68	-14,32	-104,48	
EBIT (1+)	-178,86	-176,53	-151,63	10,93	197,62	280,42	197,24	47,74	-11,46	-83,58	
Plus: Depreciaciones y Amortización	219,80	281,42	289,49	313,73	380,83	495,29	626,44	767,61	899,66	1.028,04	
Plus: Impairment of long-live assets	165,59	177,68	199,63	188,11	150,97	87,57	49,76	23,04	-	-	
Less: Cambios en el Working Capital	517,42	-26,09	20,09	3,92	8,85	51,77	2,72	23,73	39,58	102,33	
Less: Cambios en Capital Expenditures	70,87	127,30	208,46	255,94	255,62	241,68	239,06	313,83	142,72	697,55	
Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	-381,77	181,35	108,94	252,91	464,95	569,84	631,67	500,84	705,90	144,57	148,91
Índice de Actualización	1,0772	1,1603	1,2499	1,3463	1,4502	1,5622	1,6827	1,8126	1,9525	2,1032	
Perpetuidad											3.156,28
VP	-354,41	156,29	87,16	187,85	320,60	364,77	375,38	276,31	361,54	68,74	
VP Perpetuidad											1.500,70
Valor Presente de la Firma	3.344,93										
Tasa de Crecimiento en perpetuidad											3,00%
VPN por acción	15,99										
Cantidad de Acciones de la empresa											158.258,126

Fuente: Elaboración propia a partir de las proyecciones y los supuestos expresados

¹⁴ Las proyecciones completas se encuentran en el Anexo N° V

7.6 Caso Positivo

La última situación para analizar implica un escenario muy favorable para la firma. De esta manera, se podría averiguar el valor de esta si la evolución fuese mejor de lo esperado para los años venideros.

Los ingresos sufrirían una rápida recuperación, y aún lejos de los valores que supieron obtenerse, las tasas sería más que optimistas. Supondría que se una la caída a la mitad sólo en el primer año.

Tabla N°16: Tasas de Crecimiento Proyectada por segmento

Tasa de crecimiento proyectada - ESCENARIO POSITIVO										
	Año Fiscal Terminado									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Accesorios	-2,40%	-2,20%	-1,50%	1,00%	1,20%	1,30%	1,40%	1,45%	1,50%	1,55%
Aparado	-0,05%	-0,05%	-0,04%	-0,03%	-0,01%	0,01%	0,03%	0,03%	0,04%	0,05%
Calzado	-4,50%	-4,00%	0,50%	1,00%	1,00%	1,50%	2,00%	2,00%	2,50%	3,00%
Productos Bajo Licencia	-7,00%	-5,00%	-3,00%	0,50%	1,00%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Ventas netas	-5,79%	-2,28%	-1,19%	0,83%	1,01%	1,16%	1,29%	1,33%	1,42%	1,52%
Ingresos por licencias	-10,00%	-9,00%	-8,50%	-8,00%	-7,50%	-6,00%	-5,00%	-4,00%	-2,00%	-1,00%
Ingresos Totales	-2,89%	0,53%	1,56%	3,49%	4,13%	4,62%	4,89%	3,86%	4,37%	4,43%

Fuente: Elaboración propia

Para el año 2027, se podría esperar un nivel de ingresos superior a los 4.5 mil millones de dólares estadounidenses, ubicándose en valores similares a los obtenidos en 2016. De esta manera, es posible afirmar que las acciones correctivas habrían logrado el efecto deseado por encima de lo esperado, colocando a la empresa en una posición competitiva. Supone que el objetivo de re posicionar la marca en el segmento de lujo habría tenido éxito, de manera tal que la disminución de la actividad promocional no tendría un efecto negativo, o el mismo sería rápidamente mitigado.

Tabla N°17: Ventas Totales por Segmento

Resultados Operativos (Proyectados) - ESCENARIO POSITIVO										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Accesorios	\$ 2.987,9	\$ 2.922,2	\$ 2.878,4	\$ 2.907,1	\$ 2.942,0	\$ 2.980,3	\$ 3.022,0	\$ 3.065,8	\$ 3.111,8	\$ 3.160,0
Aparado	542,9	542,7	542,5	542,3	542,3	542,4	542,5	542,7	542,9	543,1
Calzado	441,2	423,6	425,7	429,9	434,2	440,7	449,6	458,6	470,0	484,1
Productos Bajo Licencia	261,6	248,5	241,1	242,3	244,7	248,4	252,1	255,9	259,7	263,6
Ventas netas	\$ 4.233,7	\$ 4.137,0	\$ 4.087,6	\$ 4.121,7	\$ 4.163,3	\$ 4.211,8	\$ 4.266,2	\$ 4.322,9	\$ 4.384,4	\$ 4.450,9
Ingresos por licencias	131,2	119,4	109,3	100,5	93,0	87,4	83,0	79,7	78,1	77,3
Ingresos Totales	\$ 4.364,9	\$ 4.256,4	\$ 4.196,9	\$ 4.222,2	\$ 4.256,2	\$ 4.299,2	\$ 4.349,2	\$ 4.402,6	\$ 4.462,5	\$ 4.528,3

Fuente: Elaboración propia

Como en los dos escenarios anteriores, el principal mercado continuaría siendo "accesorios" Sin embargo, la principal diferencia es la mejora sustancial de los productos bajo licencia. Esto se debería a la colocación de una serie de bienes tecnológicos que apuntan a un segmento diferente. El problema detrás de esta

afirmación es que el precio al cual deberían comercializarse lo pone en posición de competir con primeras marcas de tecnología. La pregunta subyacente es: ¿por qué el consumidor preferiría comprar un smartwatch en Michael Kors y no en Apple o de Google?

Tabla N°18: Proyección del Costo de la Mercadería Vendida

	Año Fiscal Terminado									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Margen de Ganancia Bruta	62,00%	62,50%	64,00%	65,00%	66,00%	67,00%	68,00%	70,00%	70,00%	70,00%
CMV	38,00%	37,50%	36,00%	35,00%	34,00%	33,00%	32,00%	30,00%	30,00%	30,00%

Fuente: Elaboración propia

En relación al costo de la mercadería vendida, presentaría una rápida reducción como consecuencia de las mejoras implementadas en lo que respecta a la distribución y logística del producto. La salida de Gran Bretaña de la Unión Europea no supondrá grandes problemas para la entrega de los bienes terminados. Implica además que la política de compra de la firma es la adecuada en función de la demanda prevista.

Tabla N°19: Gastos Generales de Administración y Comercialización

(En millones)	Año Fiscal Terminado										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Gastos Grales. De Adm. Y Comercialización	\$ 1.802,52	\$ 1.764,44	\$ 1.775,69	\$ 1.788,33	\$ 1.453,33	\$ 1.366,13	\$ 1.284,17	\$ 1.207,12	\$ 1.134,69	\$ 1.066,61	
Alquileres	333,47	317,60	301,87	286,13	218,00	204,92	192,62	181,07	170,20	159,99	
Mínimos	250,10	238,20	226,40	214,60	163,50	153,69	144,47	135,80	127,65	119,99	
Contingentes	83,37	79,40	75,47	71,53	54,50	51,23	48,16	45,27	42,55	40,00	
Publicidad y Marketing	180,25	176,44	177,57	178,83	174,40	163,94	154,10	144,85	136,16	127,99	
Shipping & Handling	117,16	113,81	113,64	113,56	91,56	85,38	79,62	60,36	56,73	53,33	
Otros Gs.											

Fuente: Elaboración propia

Los gastos generales seguirían en línea con los planteos anteriores mostrando una fuerte reducción. De esta manera, se podría pensar que la compañía podrá cerrar las tiendas previstas y reducir al mínimo los costos asociados a este proceso. Es decir, muchos de los acuerdos podrán negociarse a fin de lograr la pre cancelación.

Se mantiene, al igual que en el escenario anterior, una fuerte inversión en publicidad y marketing. Se buscaría garantizar el adecuado posicionamiento de la marca – que ha sufrido una fuerte erosión – a fin de alcanzar los objetivos de venta esperados representando un 12% de los gastos generales.

Finalmente, se cree que la optimización de la operación del sitio web y la utilización del centro de distribución propio permitirán reducir los gastos de shipping y handling, que se materializarían rápidamente.

En relación a la adquisición del negocio de Asia, se podría suponer que habría brindado una serie de sinergias, contribuirían a la disminución de los costos y gastos generales. El resultado sería un mayor margen, no sólo por un incremento de las ventas sino por la combinación con una caída de los costos asociados a la operación.

Para el presente análisis, se ha considerado que no habrá modificaciones significativas en relación a los criterios utilizados para las inversiones en activos fijos y el capital de trabajo. Con la proyección de los flujos de fondos de la empresa se hallará el valor intrínseco para el escenario propuesto. En el siguiente cuadro se resume el trabajo realizado:

Cuadro Nº24: Proyección de Flujos de Fondos de la Firma para el Escenario Base¹⁵

Ventas totales (en millones)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Perpetuidad
EBIT	518,32	436,70	421,19	454,26	823,99	931,44	997,08	1.084,06	1.089,42	1.075,13	
EBIT (1-4)	414,65	349,36	336,95	363,41	659,19	745,15	797,66	867,25	871,54	860,11	
Plus: Depreciaciones y Amortización	219,80	281,42	289,49	313,73	380,83	495,29	626,44	767,61	899,66	1.028,04	
Plus: Impairment of long-live assets	165,59	177,68	199,63	188,11	150,97	87,57	49,76	23,04	-	-	
Less: Cambios en el Working Capital	517,42	-26,09	20,09	3,92	8,85	51,77	2,72	23,73	39,58	102,33	
Less: Cambios en Capital Expenditures	70,87	127,30	208,46	255,94	255,62	241,68	239,06	313,83	142,72	697,55	
Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	211,75	707,23	597,52	605,39	926,52	1.034,57	1.232,08	1.320,35	1.588,90	1.088,26	1.120,91
Índice de Actualización	1,0772	1,1603	1,2499	1,3463	1,4502	1,5622	1,6827	1,8126	1,9525	2,1032	
Perpetuidad											23.758,33
VP	196,58	609,52	478,07	449,65	638,87	662,26	732,19	728,42	813,77	517,43	
VP Perpetuidad											11.296,27
Valor Presente de la Firma	17.123,03										
VPN por acción	103,05										
											Tasa de Crecimiento en perpetuidad 3,00%
Cantidad de Acciones de la empresa											158.258.126

Fuente: Elaboración propia a partir de las proyecciones y los supuestos expresados

¹⁵ Las proyecciones completas se encuentran en el Anexo N° VI

7.7 Valor Final

Luego de descontar los flujos de fondos de la firma por la tasa de descuento mencionada, en los diferentes escenarios se ha llegado a los siguientes valores:

Tabla N°20: Valor de la Firma

Valor de la Firma	Escenario		
	Positivo	Base	Negativo
(en millones de dólares)			
Valor Presente de la firma	17.123,0	10.512,3	3.344,9
Valor por Acción	103,05	61,28	15,99

Fuente: Elaboración propia

Existe una diferencia significativa entre el valor obtenido en el escenario negativo con relación a los otros dos. La principal divergencia está dada en la capacidad de la empresa en recuperar las posiciones pérdidas en las ventas, es decir, lograr el re posicionamiento de la marca luego de una fuerte caída.

En ninguno de los casos, se ha supuesto que la empresa vuelva a niveles de crecimiento como los observados en 2012. El nivel de competencia es mayor – por condiciones naturales del mercado y por la fuerte internacionalización que se ha realizado. Tampoco se ha supuesto que el cierre de las tiendas poco productivas será responsable de una rápida mejora en los gastos generales.

El futuro de la empresa está fuertemente atado a la capacidad recuperar posicionamiento. Esto sólo se logrará a través de la innovación, detectando cambios en los gustos y preferencias de los consumidores, potenciando la imagen de la marca.

7.8 Valuación relativa

La valuación relativa es otro mecanismo que puede utilizarse para determinar el valor de una compañía. Si bien, no es el que se ha seleccionado como objeto del presente estudio, a fin de completar la imagen de la empresa bajo análisis se ha decidido calcular algunos ratios.

Se ha seleccionado dos múltiplos de los más utilizados: price – earnings y price – sale. Se ha orientado el estudio de estos considerando los fundamentales que se encuentran detrás y cómo los cambios en ellos generan variaciones en los múltiplos.

La selección de las empresas comparables ha sido lo más difícil y el universo resultante muy acotado. Sólo se han encontrado cuatro empresas que se encuentran en el mismo negocio y cotizan en el mismo mercado. Sin embargo, muchas de las características principales difieren entre ellas. Las seleccionadas han sido: Coach Inc., Ralph Laurent, VF Corporation y Tiffany & Co.

El primer múltiplo analizado fue el *Price-Earnings*. Para este caso, Ralph Laurent tuvo que ser excluido debido a que su Earnings Per Share (EPS) es negativo. Uno de los principales defectos de este análisis es que el management tiene discrecionalidad sobre el pago de dividendos alterando los valores. Otro punto débil, es que no podemos determinar si las diferencias obtenidas están asociadas a cuestiones metodológicas o temporales. En el caso de Michael Kors, la ganancia está dada por la variación en el capital asociado a la acción dado que no ha pagado dividendos desde su salida a mercado.

Cuadro N°25: Price – Earnings Estimados

1. PRICE - EARNINGS				
	Price	EPS	P/EPS	Price Est.
KORS	56,61	3,26	17,37	78,95

Fuente: Elaboración Propia

A partir de los cálculos elaborados, fue posible determinar que el múltiplo de la industria es de 24,22 mientras que el de la organización es 17,37. Por lo que, podríamos determinar cuál debería ser el valor de la acción para que la misma se mantuviera dentro de los valores de la industria. En ese caso, el precio por acción debería ser de 78,95.-

Por otro lado, se ha estimado el *Price – Sales*. Si bien es muy utilizado, presenta un problema importante que es la inconsistencia entre las partes que lo componen. Es menos probable que haya distorsión o manipulación de las ventas, pero si puede suceder que haya reconocimiento de operaciones que aún no se han materializado. Por otro lado, si bien un negocio puede tener altos niveles de ventas, puede no ser rentable debido a un mal manejo de los costos y gastos asociados a la operación.

Cuadro N°26: Price - Sales

3. PRICE - SALES

	VM (en millones)	Ventas (en millones)	P/S	Price Est.
KORS	11.850,28	4.493,70	2,64	41,90

Fuente: Elaboración Propia

En este caso, el valor del múltiplo de la organización se ubicó por encima del correspondiente al sector (1,95) Si utilizáramos el mismo para determinar el precio que debería tener la acción de Michael Kors, el mismo se ubicaría en 41,90.

Los dos ratios calculados arrojaron valores muy diferentes entre sí, mientras que el *Price – Earnings* se acerca al valor obtenido para el caso base, el *Price – Sales* es similar al precio del mercado al 01/04/2017. Sin embargo, es posible realizar algunas reflexiones. Al pensar en los fundamentales detrás podemos inferir que las tasas de crecimiento y rendimiento de la industria y de la organización bajo análisis son diversas. Esto se puede deber a la dificultad planteada a la hora de encontrar comparables. No hay muchas empresas en similares condiciones – tanto de crecimiento, maduración, como de apalancamiento financiero y operativo, dentro de la misma industria. La muestra utilizada fue pequeña por lo que pudo haber introducido desvíos.

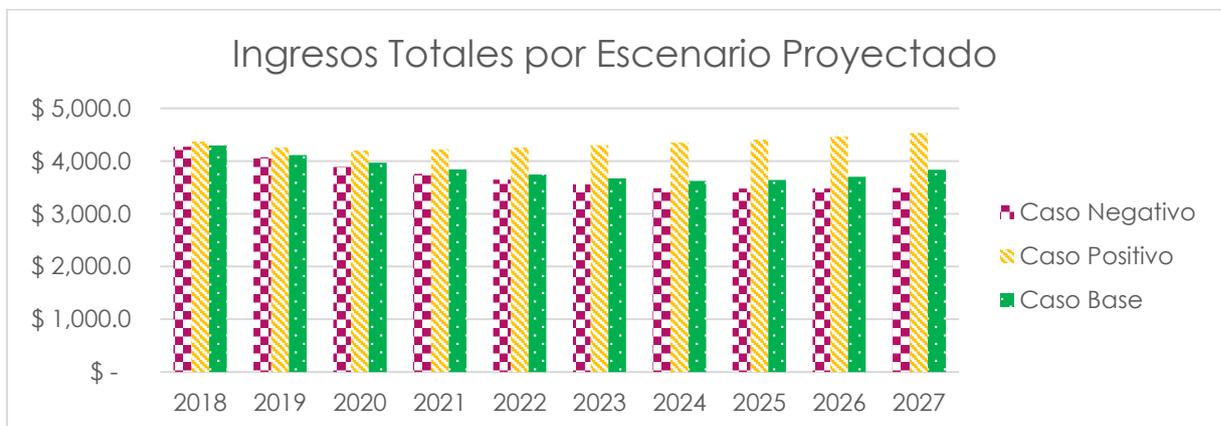
8. Conclusiones

Luego de hacer el análisis correspondiente hemos obtenido un valor estimado para la empresa y hemos llegado a la determinación del precio de la acción en función de este.

Al cierre de mercado del 31/03/2017 el valor de la acción era de 38,11 dólares.¹⁶ Si tomáramos como dado el valor obtenido en el presente análisis en el caso Base se podría decir que la empresa está subvaluada por el mercado. Si los fundamentales estimados para el análisis son correctos entonces el mercado debería corregir el precio de la acción para reflejar la recuperación firme pero no acelerada de la performance de la firma.

Es importante señalar que la diferencia más importante entre los diferentes escenarios planteados no está dada por el nivel de ventas que, como se observa en el siguiente gráfico es similar.

Gráfico N°10: Ingresos Totales en los Escenarios Proyectados

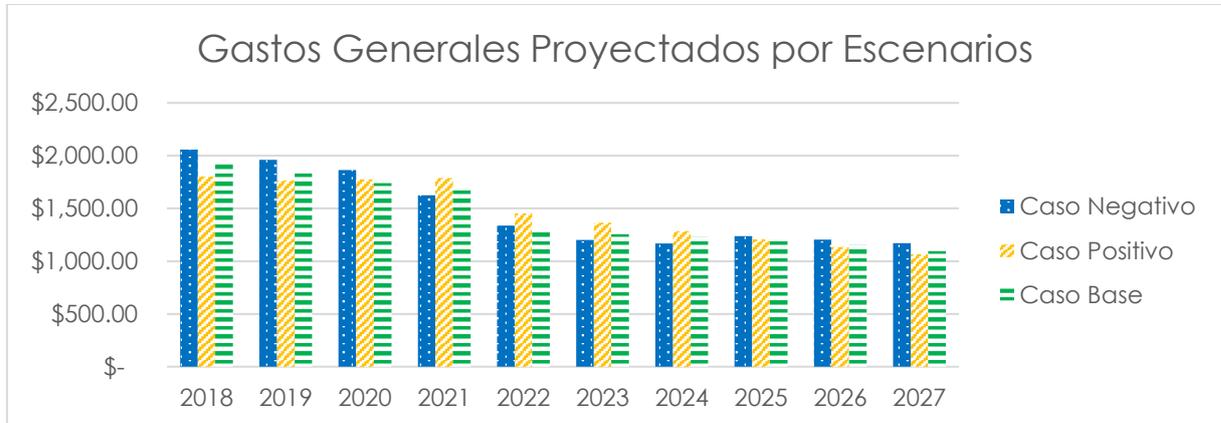


Fuente: Elaboración propia en función de las proyecciones y supuestos elaborados

La principal diferencia vendrá dada por la capacidad que tenga la empresa de asegurar un rápido ajuste de sus Gastos Generales y de los costos, para poder obtener un margen adecuado.

¹⁶ Fuente: Yahoo Finance (<http://finance.yahoo.com/quote/KORS/key-statistics>)

Gráfico N°11: Gastos Generales Proyectados por Escenarios



Fuente: Elaboración propia en función de las proyecciones y supuestos elaborados

La salida de Gran Bretaña de la Unión Europea llevará a una serie de cambios operativos que seguro tendrán un impacto en las empresas que operan en este mercado. Si bien Europa es el segundo mercado de importancia para la empresa, es de esperarse que en poco tiempo Asia gane posiciones. El gran crecimiento que ha tenido la clase media – alta china, y el alto nivel de consumo hacia productos de lujo que han manifestado, es una oportunidad lista para ser capitalizada. La decisión de pisar fuerte a través de las redes sociales, mediante sociedades con *influencers*, es probablemente una de las herramientas que permiten visualizar el rumbo que la dirección desea tomar.

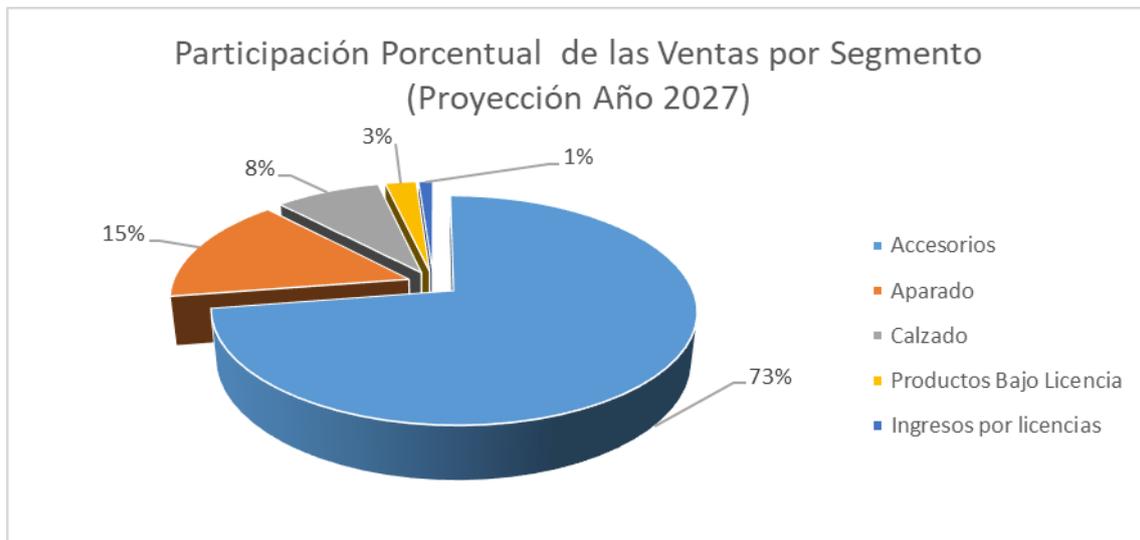
Con relación al precio de los commodities y materias primas, el mercado se habría estabilizado después de periodos de alta volatilidad. Sin embargo, esta situación fácilmente puede revertirse ante cualquier conflicto armado que pudiera surgir. La militarización del continente asiático podría ser un problema para el comercio en particular si afecta la circulación de los buques de carga.

Según el Fondo Monetario Internacional, los mercados accionarios se han vuelto más aversos al riesgo, y tienen un nivel mayor de desconfianza hacia la evolución de la economía lo que los vuelve muy susceptibles a los cambios en las perspectivas. Esto puede hacer que el mercado cambie rápidamente de opinión, repercutiendo fuertemente en el precio de las acciones y en el mercado bursátil general.

Independientemente de los motivos que haya detrás de la diferencia de valor, hay algunas conclusiones que se desprenden del análisis realizado que es importante mencionar:

- A medida que pasan los años las ventas totales se vuelven más dependientes de los accesorios quienes abarcaran montos cercanos al 73% del total. Esto vuelve a la empresa más vulnerable a los cambios en la demanda de estos productos. En el año 2027 la composición sería la siguiente:

Gráfico Nº 12: Participación Porcentual por Segmento de Mercado – Escenario Base



Fuente: Elaboración propia en función de las proyecciones y supuestos elaborados

- La empresa posee poca deuda y podría optimizar el rendimiento aumentando el apalancamiento. Dado que por el convenio celebrado para mantener la línea de crédito abierta se obliga a mantener bajo el nivel de endeudamiento quizás la empresa debería evaluar al momento de la renovación la posibilidad de volverse menos dependiente del capital propio que es más caro.
- La política de dividendos de la empresa es cero y creemos no sólo que es lógica sino necesaria en este proceso de expansión que se ha encarado aun cuando su principal competidor en el mercado doméstico paga dividendos. La realidad de la empresa Coach y el estadio dentro de su ciclo de vida son diferentes. Lo que no recomendaríamos sería continuar con la recompra de acciones dado

que la liquidez de la empresa debería estar orientada principalmente a las necesidades de capital de trabajo.

- Finalmente, si un inversor está evaluando la compra de acciones de Michael Kors creemos que es el momento adecuado dado que una vez que el mercado aprecie los fundamentales detrás de la firma, deberá corregir el precio lo que podría generar una importante ganancia de capital para el tenedor de los títulos.

9. Bibliografía

BODIE, Zvi., KANE, Alex y MARCUS, Alan J. *Investments*. 8va Ed. Nueva York: McGraw Hill, 2009. p. 989. ISBN 978-0-07-338237-1

BERK, Jonathan y DEMARZO, Peter. *Corporate Finance*. 3ra. Ed. Nueva York: Pearson 2014. 1104 p. ISBN 13: 978-0-13-299247-3

BREALY, Richard A., MYERS, Stewart C. y ALLEN, Franklin. *Principios de Finanzas Corporativas*. 9na. Ed. México. McGraw Hill /Interamericana Editores, S.A. DE C.V. 2010. 1066 p. ISBN: 978-970-10-7283-7

DAMODARAN, Aswath. *Applied Corporate Finance*. 4ta. Ed. Estados Unidos. Wiley 2014. Capítulo 4: Risk Measurement and Hurdle rates in practice. 87- 159 p. ISBN 978-1-118-80893-1

DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation*. 2ra Ed.: Estados Unidos. Wiley. 2006 696 p. ISBN 0471751219

FISHER, Irving. *The Theory of Interest as determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to invest it*. The Macmillan Company. Nueva York. 1930 Online Liberty Library. 543 p.

LOPEZ DUMRAUF, Guillermo. *Finanzas Corporativas*. 1ra Ed. Buenos Aires: Grupo Guía S.A. 2003 604 p. ISBN 987-1113-03-X

PALEPU, Krishna G. HEALY, Paul M. y BERNAND Víctor L. *Análisis y Valuación de negocios: mediante estados financieros*. 2ed. México, D.F Thomson Learning, 2002. 951 p. ISBN 978-9-706-86065-1

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W. y JAFFE, Jeffrey F. *Finanzas Corporativas*. 9na. Ed. México. McGraw Hill. 2012. 991 p. ISBN 978-607-15-0741-9

ARGADOÑA, Antonio. *Irving Fisher: Un gran Economista*. (2013) p.44 IESE Business School. Universidad de Navarra

BERNOULLI, Daniel. *Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk* (1954) 13 p.

BLACK, Fischer, SCHOLLES, Myron. *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*. The Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3 (1973), pp. 637-654

FAMA, Eugene F., FRENCH, Kenneth R. Common Risk factors in the returns on stocks and bonds. Universidad de Chicago. Journal of Financial Economics N°33. (1993) pp. 3-56

HICKS, J.R, ALLEN, R.G.D. A reconsideration of the Theory of the Value New Series, Vol. 1, No. 1 (1934), pp. 52-76

KEYNES, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. (1936) p 135.

MARKOWITZ, Harry. *Portfolio Selection*. The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. (1952), pp. 77-91.

MARSHALL, Alfred. *Principles of Economics*. (1890) The Online Library of Liberty. (Ed.2010) Libro IV Capítulo XIII

ROLL, Richard. *A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory*. Journal of Financial Economics. Vol. 4, Issue 2 (1977) pp.129-176

ROSS, Stephen. The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. Universidad de Pennsylvania. Journal of Economic Theory. Vol. 13 (1976), pp. 341-360

SHARPE, William F. *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. The Journal of Finance, Vol. 19, No. 3 (1964), pp. 425-442

TOBIN, James. *Liquidity Preference as Behavior Towards Risk*. Review of Economic Studies N° 67(1958). 40p.

VON NEUMANN, John, MORGENSTERN, O. *Theory of the games and economic behavior*. Princeton University Press (1947) p.46

BAGWELL, Laurie S., BERNHEIM, B.Douglas. Veblen effects in a theory of conspicuous consumption [en línea] [Consulta 14 de diciembre de 2016]

(<https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/lhodrick/veblen%20effects.pdf>)

CHEONG, YANG, PENG, ONG. Fundamental analysis department consumer industry report on U.S. luxury goods. NUS Investment Society. [en línea] [Consulta 14 de diciembre de 2016]

(<http://www.nusinvest.com/wp-content/uploads/2014/12/FA-Consumer-Industry-Report-on-US-Luxury-Goods-Sector-311214.pdf>)

D'ARPIZIO, LEVATO, ZITO, DE MONTGOLFIER. Luxury Goods Worldwide Market Study. BAIN & COMPANY. (2015) [en línea] [Consulta 14 de diciembre de 2016]

(http://www.bain.com/Images/BAIN_REPORT_Global_Luxury_2015.pdf)

DELOITTE. Global Powers of Luxury Goods 2016 The new luxury consumer. [en línea] [Consulta 14 de diciembre de 2016]

(<https://www2.deloitte.com/global/en/pages/consumer-business/articles/gx-cb-global-powers-of-luxury-goods.html>)

DELOITTE. Global Powers of Luxury Goods 2015 The new luxury consumer. [en línea] [Consulta 14 de diciembre de 2016]

(<https://www2.deloitte.com/global/en/pages/consumer-business/articles/gx-cb-global-powers-of-luxury-goods.html>)

GUIOMAR MINGUEZ DE ARROITA, Julia. El mercado del calzado femenino en Estados Unidos. 2013 Instituto de Comercio Exterior de España (ICEX). [en línea] [Consulta 16 de abril de 2016]

(<http://www.icex.es/icex/es/navegacion-principal/todos-nuestros-servicios/informacion-de-mercados/paises/navegacion-principal/el-mercado/estudios-informes/4729539.html?idPais=US>)

MONTES, Pedro Alegría. El mercado de la confección femenina en Estados Unidos. 2015 Instituto de Comercio Exterior de España (ICEX). [en línea]. [Consulta 16 de abril de 2016]

(<http://www.icex.es/icex/es/navegacion-principal/todos-nuestros-servicios/informacion-de-mercados/paises/navegacion-principal/el-mercado/estudios-informes/DOC2015594551.html?idPais=US>)

PRO CHILE. Estudio de Mercado Diseño de Autor en Vestuario en Estados Unidos. 2014 [en línea] [Consulta 22 de marzo de 2016]

(http://www.prochile.gob.cl/wp-content/files_mf/1408374482PMP_EEUU_Vestuario_2014.pdf)

PROM PERÚ. *Guía de Mercado Estados Unidos: Industria de la Moda y la Decoración.* Servicios al exportador. 2015 [en línea] [Consulta 22 de marzo de 2016]

(<http://www.siicex.gob.pe/siicex/resources/estudio/876323561rad3ECAB.pdf>)

BAIN & COMPANY. Mercado Magazine. El mercado suntuario sigue creciendo. 2014 [en línea] [Consulta 14 de abril de 2016]

(<http://www.bain.com/offices/buenosaires/es/publications/articles/the-luxury-market-keeps-growing.aspx>)

BAIN & COMPANY. The Global Personal Luxury Goods Market Holds Steady At €249 Billion Amid Geopolitical Uncertainty. (20/10/2016) [en línea] [Consulta 14 de diciembre de 2016]

(http://www.bain.com/about/press/press-releases/the_global_personal_luxury_goods_market_holds_steady_at_249_billion_a_mid_geopolitical_uncertainty.aspx)

BAIN & COMPANY. The global personal luxury goods market in 2016 will mirror last year's low single-digit real growth, even as geopolitical turmoil and luxury brands' emerging strategies reshuffle internal market dynamics. (24/05/2016) [en línea] [Consulta 14 de diciembre de 2016]

(<http://www.bain.com/about/press/press-releases/spring-luxury-update-2016.aspx>)

BLANNING, Geoff. Perspectivas para 2016: materias primas. Schrodgers. 2016 [en línea] [Consulta 20 de mayo de 2016]

(<http://www.schrodgers.com/es/es/inversores-particulares/vision-de-mercado/analisis-macro/perspectivas-para-2016-materias-primas/>)

BLOGGINZENITH. El mercado del lujo: ¿a qué reto se enfrenan las marcas? [en línea 2014] [Consulta 14 de abril de 2016]

(<http://blogginzenith.zenithmedia.es/el-mercado-del-lujo-las-razones-de-su-triunfo/>)

CARDENAL, Andres. Sala de Inversión. Michael Kors: Alto crecimiento en el negocio de moda de alta gama. 2014 [en línea] [Consulta 14 de abril de 2016]

(<https://latin.tradingfloor.com/articulos/http-wwwsaladeinversioncom-cfds-acciones-michael-kors-alto-crecimiento-negocio-moda-alta-gama-mercados-acciones-cfds-eeuu-730882>)

DIARIO EL MERCURIO. Gobierno de Estados Unidos espera un crecimiento económico de 2,6% en 2016 y 2017. [en línea] [Consulta 20 de mayo de 2016]

(<http://www.emol.com/noticias/Economia/2016/02/09/787583/Gobierno-de-Estados-Unidos-espera-un-crecimiento-economico-de-26-en-2016-y-2017.html>)

DIARIO OK. La Fed revisa a la baja el crecimiento de EEUU para 2016 y 2017 por los “riesgos” mundiales. 2016 [en línea] [Consulta 20 de mayo de 2016]

(<http://okdiario.com/economia/la-fed-revisa-a-la-baja-el-crecimiento-de-eeuu-para-2016-y-2017-90308>)

El economista América. La economía de EEUU en 2025: el PIB creciendo un 4 por ciento y los tipos en el 3,75. 2014 [en línea] [Consulta 20 de mayo de 2016]

(<http://www.eleconomistaamerica.com/economia-eAm-usa/noticias/5885684/06/14/La-economia-de-EEUU-en-2025-el-PIB-creciendo-un-4-por-ciento-y-los-tipos-en-el-375.html>)

Euromonitor International. Developed Markets Compete for Share of Tourist Spend in Run-up to Festive Luxury Shopping. 13/12/2016. [en línea] [Consulta 14 de diciembre de 2016]

(<http://blog.euromonitor.com/2016/12/developed-markets-compete-share-tourist-spend-festive-luxury-shopping.html>)

HALL, Taylor. Caída del dólar: Goldman Sachs dice que llegó a su fin y que crecerá 15%. 16/05/2016. Clarín IECO. [en línea] [Consulta 20 de mayo de 2016]

(http://www.ieco.clarin.com/economia/Caida-dolar-Goldman-Sachs-crecera_0_1577242292.html)

ELLISON, Jo. Michael Kors SS17 show report: New York Fashion Week. Financial Times. (14/09/2016) [en línea] [Consulta 14 de diciembre de 2016]

(<https://www.ft.com/content/635e61aa-7a9d-11e6-b837-eb4b4333ee43>)

KILIAN, Bernard. SCHROEDER, Kira. El perfil del Consumidor Europeo. Centro de Inteligencia sobre mercados sostenibles Banco Mundial. [en línea] [Consulta 20 de mayo de 2016]

(<http://info.worldbank.org/etools/docs/library/252002/Perfil.pdf>)

Noticias24 Internacionales. Para el 2025, la ONU estima que la población mundial llegue a los 8,100 millones de habitantes. [en línea] [Consulta 20 de mayo de 2016]

(<http://www.noticias24.com/internacionales/noticia/61840/para-el-2025-onu-estima-que-la-poblacion-mundial-llegue-a-los-8-100-millones-de-habitantes/>)

Seeking Alpha. Coach Vs. Michael Kors: Who Has More Runway Credibility? 2013 [en línea]. [Consulta 18 de mayo de 2016]

(<http://seekingalpha.com/article/1282011-coach-vs-michael-kors-who-has-more-runway-credibility>)

The Economist. Disillusioned hedonist shoppers. 11/02/2014 [en línea] [Consulta 14 de diciembre de 2016]

(<http://www.economist.com/blogs/schumpeter/2014/02/luxury-goods-market?zid=319&ah=17af09b0281b01505c226b1e574f5cc1>)

The Economist. China's addiction to luxury goods. 30/04/2014. [en línea] [Consulta 14 de diciembre de 2016]

(<http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2014/04/economist-explains-17?zid=319&ah=17af09b0281b01505c226b1e574f5cc1>)

The Economist. Exclusively for everybody. 11/12/2017. [en línea] [Consulta 14 de diciembre de 2016]

<http://www.economist.com/news/special-report/21635761-modern-luxury-industry-rests-paradoxbut-thriving-nonetheless-says-brooke?zid=319&ah=17af09b0281b01505c226b1e574f5cc1>)

The Economist. The Clamour of glamour. 11/12/2017 [en línea] [Consulta 14 de diciembre de 2016]

<http://www.economist.com/news/special-report/21635766-china-not-only-growth-story-clamour-glamour?zid=319&ah=17af09b0281b01505c226b1e574f5cc1>)

VASEL, Kathryn. Cuatro razones por las que 2016 será el año para comprar una casa en Estados Unidos. CNN en Español. [en línea] [Consulta en línea 20/05/2016]

<http://cnnespanol.cnn.com/2015/12/24/cuatro-razones-por-las-que-2016-sera-el-ano-para-comprar-casa-en-estados-unidos/>)

AGENCIA CENTRAL DE INTELIGENCIA (CIA) – THE WORDL FACTBOOK

<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/us.html>)

BANCO MUNDIAL. Global Economic Prospects. Enero 2016. [en línea] [Consulta 18 de mayo de 2016]

<http://www.bancomundial.org/>)

COACH INC., Investor Relation [en línea ©2016] [Consulta 22 de mayo de 2016]

<http://world.coach.com/company-information.aspx?loc=footer>)

DAMODARAN ON LINE [en línea] [Consulta 22 de mayo de 2016]

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Perspectivas Económicas. Las Américas. Abril 2016. [en línea] [Consulta 12 de mayo de 2016]

<http://www.imf.org/external/spanish/>)

MICHAEL KORS HOLDING LIMITED. Anual Report. 2013-2014-2015. [en línea] [Consulta 22 de marzo de 2016]

<http://investors.michaelkors.com/corporate-overview/default.aspx>)

MICHAEL KORS HOLDING LIMITED. Corporate Profile [en línea] [Consulta 22 de marzo de 2016]

(<http://investors.michaelkors.com/corporate-overview/default.aspx>)

MICHAEL KORS [en línea ©2016] [Consulta 17 de abril de 2016]

(www.michaelkors.com)

PRECIOS PRETROLEO.NET [en línea] [Consulta 21 de mayo de 2016]

(<http://www.preciopetroleo.net/opec.html>)

RALPH LAURENT Investor Relation [en línea ©2016] [Consulta 22 de mayo de 2016]

(<http://investor.ralphlauren.com/phoenix.zhtml?c=65933&p=irol-irhome>)

TIFFANY & COMPANY Investor Relation [en línea ©2016] [Consulta 22 de mayo de 2016]

(<http://investor.tiffany.com/>)

VF CORPORATION Investor Relation [en línea ©2015] [Consulta 22 de mayo de 2016]

(<https://ir.vfc.com/>)

YAHOO FINANCE [en línea ©2016] [Consulta 22 de mayo de 2016]

(<https://finance.yahoo.com/>)

10. ANEXO

ANEXO I: ESTADOS CONTABLES DE MICHAEL KORS

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS (In millions, except share data)							
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Assets							
Current Assets							
Cash and cash equivalents	\$ 227,7	\$ 702,0	\$ 978,9	\$ 971,2	\$ 472,5	\$ 106,4	\$ 21,1
Receivables, net	265,8	307,9	363,4	298,0	206,5	127,2	80,1
Inventories	549,3	546,8	519,9	426,9	266,9	187,4	117,2
Deferred tax assets				30,5	8,5	11,1	7,3
Prepaid Expenses and other current assets	121,9	113,1	127,4	50,5	34,9	31,9	19,8
Total current assets	1.164,7	1.669,8	1.989,7	1.777,2	989,2	464,1	245,4
Property and equipment, net	591,5	758,2	562,9	350,7	242,1	170,8	119,3
Intangible assets, ent	418,1	67,4	61,5	48,0	21,0	14,1	15,8
Goodwill	119,7	23,2	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Deferred tax assets	73,3	24,5	23,0	3,7	4,4	4,0	2,0
Other assets	42,3	23,7	33,5	23,4	18,9	7,5	3,0
Total assets	\$ 2.409,6	\$ 2.566,8	\$ 2.684,6	\$ 2.217,0	\$ 1.289,6	\$ 674,4	\$ 399,5
Liabilities and Shareholders' Equity							
Current liabilities							
Revolving line of credit	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 22,7	\$ 12,8
Accounts payable	176,3	131,4	114,1	143,6	83,0	67,3	53
Accrued payroll and payroll related expenses	61,1	59,7	62,9	54,7	38,6	33,7	26
Accrued income taxes	60,3	51,6	25,5	47,4	9,1	8,2	19
Short-term debt	133,1	-	-	-	-	-	-
Accrued expenses and other current liabilities	135,0	192,8	123,8	62,7	33,6	33,1	17
Total Current liabilities	565,8	435,5	326,3	308,4	164,2	165,0	127,7
Note payable to parent	-	-	-	-	-	-	102
Deferred rent	137,8	106,4	88,3	76,8	57,0	43,3	29
Deferred tax liabilities	80,0	3,5	7,0	5,9	13,2	6,3	5
Long Term Debt	-	2,3	-	-	-	-	-
Other long-term liabilities	31,1	19,6	22,0	19,8	7,9	3,6	3
Total liabilities	814,7	567,3	443,6	410,8	242,3	218,2	267,5
Commitments and contingencies							
Contingently redeemable ordinary shares							6,7
Shareholders' equity							
Ordinary shares, no par value; 650,000,000 shares authorized; 206,486,699 shares issued and 199,656,833 outstanding at march 28, 2015; 204,291,345 shares issued and 204,261,580 outstanding at march 29, 2014	-2654,9	- 1.650,1	- 497,7	- 2,4	-	-	-
Treasury shares, at cost (6,829,866 shares at march 28, 2015 and 29,765 shares at march 29, 2014)	767,8	718,9	636,7	527,2	424,5	228,3	40,0
Additional paid in capital	-80,6	-80,9	66,8	6,4	3,5	0,7	4,0
Accumulated other comprehensive loss	3.560,3	3.007,8	2.168,8	1.287,7	626,3	228,7	81,3
Retained earnings	1.592,6	1.995,7	2.241,0	1.806,1	1.047,2	456,2	125,3
Total shareholders' equity of MKHL	2,4	3,8	-	-	-	-	-
Noncontrolling interest							
Total equity	1.595,0	1.999,5					
Total liabilities and shareholder's equity	\$ 2.409,7	\$ 2.566,8	\$ 2.684,6	\$ 2.217,0	\$ 1.289,6	\$ 674,4	\$ 399,5

CONSOLIDATED STATEMENTS OF OPERATIONS AND COMPREHENSIVE INCOME
(In millions, except share and per share data)

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Net Sales	\$ 4,347,9	\$ 4,538,8	\$ 4,199,7	\$ 3,170,5	\$ 2,094,8	\$ 1,237,1	\$ 757,8	\$ 483,5
Licensing revenue	145,8	173,3	171,8	140,3	87,0	65,15	45,54	24,65
Total revenue	4,493,7	4,712,1	4,371,5	3,310,8	2,181,7	1,302,3	803,3	508,1
Cost of goods sold	- 1.832,3	- 1.914,9	- 1.723,82	- 1.294,8	- 875,2	- 549,2	- 357,3	- 241,4
Gross Profit	2.661,4	2.797,2	2.647,7	2.016,1	1.306,6	753,1	446,1	266,7
Selling, general and administrative expenses	- 1.552,5	- 1.428,0	- 1.251,43	- 926,9	- 621,5	- 464,57	- 279,82	- 191,72
Depreciation and amortization	- 219,8	- 183,2	- 138,43	- 79,7	- 54,3	- 37,55	- 25,54	- 18,84
Impairment of long-live assets	- 199,2	- 10,9	- 0,8	- 1,3	- 0,7	- 3	- 3,8	-
Total operating expenses	- 1.971,5	- 1.622,1	- 1.391	- 1.007,9	- 676,6	- 505,4	- 309,2	- 210,6
Income from operations	689,9	1.175,1	1.257,0	1.008,2	630,0	247,7	136,9	56,2
Other income	- 5,4	- 3,7	- 1,60	-	-	-	-	-
Interest expense, net	4,1	1,7	0,2	0,4	1,5	1,5	1,9	2,1
Foreign currency loss	2,6	4,8	2,6	0,1	1,4	2,6	1,8	0,8
Income before provision for income taxes	688,6	1.172,3	1.255,8	1.007,7	627,1	248,8	133,2	54,9
Provision for income taxes	137,1	334,6	374,8	346,2	229,5	101,5	60,7	15,7
Net income	551,5	837,7	881,0	661,5	397,6	147,4	72,5	39,2
Net Income applicable to preference shareholders	-	-	-	-	-	21,2	15,6	8,5
Net Loss attributable to noncontrolling interest	- 1,0	- 1,4	-	-	-	-	-	-
Net Income attributable to MKHL	\$ 552,5	\$ 839,1	\$ 881,0	\$ 661,5	\$ 397,6	\$ 126,1	\$ 56,9	\$ 30,8
Weighted average ordinary shares outstanding								
Basic	165.986.733	186.293.295	202.680.572	202.582.945	196.615.054	158.258.126	140.554.377	140.554.377
Diluted	168.123.813	189.054.289	205.865.769	205.638.107	201.540.144	189.299.197	179.177.268	179.177.268
Net income per ordinary share								
Basic	3,33	4,50	4,35	3,27	2,02	0,80	0,40	0,22
Diluted	3,29	4,44	4,28	3,22	1,97	0,78	0,40	0,22
Statements of Comprehensive Income								
Net Income	551,5	837,7	881,0	661,5	397,6	147,4	72,5	39,2
Foreign currency translation adjustments	- 8,8	18,5	- 91,3	-	4,0	4,8	3,8	0,2
Net gains (lose) on deivaties	8,7	- 32,5	30,9	2,9	1	-	-	-
Comprehensive income	551,4	823,7	820,6	658,6	394,9	142,6	76,3	39,4
Net loss attributable to noncontrolling interest	- 1,0	- 1,4	-	-	-	-	-	-
Other comprehensive income attributable to non controlling interest	- 0,4	0,1	-	-	-	-	-	-
Comprehensive income attributable to MKHL	\$ 552,8	\$ 825,0	\$ 820,6	\$ 658,6	\$ 394,9	\$ 142,6	\$ 76,3	\$ 39,4

ANEXO II: FINANCIAMIENTO

Al momento la empresa tiene suscriptos dos acuerdos de facilitación de crédito - que incluso ha renovado. En el caso del Acuerdo de Crédito de 2015 las tasas de interés asociadas están atadas a la tasa LIBOR.

En el caso del Acuerdo de Hong Kong, la tasa se encuentra vinculada a una tasa interbancaria.

A continuación se analiza brevemente ambas líneas de crédito a fin de ser consideradas a la hora de determinar la tasa de descuento:

Acuerdo de Facilidad de Crédito Renovable sin respaldo Senior

Suscripto en Octubre de 2015 (reemplazando el anterior de octubre de 2013) Vencimiento: Octubre 2020

Línea: \$1,0 billones denominados en dólares americanos y en otras monedas (euros, dólares canadienses, libras esterlinas, yen, francos suizos)

Emisión de cartas de crédito de hasta \$75 millones y una línea de préstamo swing de hasta \$ 50 millones.

Ampliación: \$ 50 millones sujeto a acuerdo de las partes.

Intereses: Serán devengados considerando las siguientes alternativas

(i) para préstamos denominados en dólares USA será una tasa que surgirá de la mayor entre la tasa publicada por JP Morgan Chase (prime rate); la mayor de las tasas efectivas de la reserva federal del Banco de Nueva York para operaciones overnight interbancarias más cincuenta puntos básicos; la tasa interbancaria de Londres a un mes ajustada por los requisitos de reserva obligatorios para los pasivos de Euromonedas (LIBOR Ajustada) más cien puntos básicos. En cada caso, se adicionará un margen aplicable basado en el índice de apalancamiento de la empresa.

(ii) LIBOR Ajustada para el período de interés aplicable más un margen basado en el índice de apalancamiento de la empresa.

(iii) para préstamos denominados en dólares canadienses, la tasa preferencial (prime rate) canadiense que es mayor a la tasa del índice PRIMCAN o la tasa aplicable para colocaciones bancarias a un mes en dólares canadienses publicada por Reuters (CDOR) más cien puntos básicos. Adicionalmente, un margen basado en el nivel de apalancamiento de la empresa.

Gastos asociados: una comisión anual de administración y de compromiso que va del 0,10% al 0,175% anual. Será determinada por el ratio de apalancamiento de la empresa, aplicado a la cantidad diaria no utilizada de la instalación.

Precancelación: Permitida sin prima o penalidad otra que los costos habituales de la ruptura respecto a préstamos con interés basado en tasa LIBOR Ajustada o CDOR.

Ratio de apalancamiento: De 3,5 a 1.

Mecanismo de cálculo: Relación entre la suma del endeudamiento total a la fecha de la medición más seis (6) veces el gasto consolidado de alquiler de los últimos cuatro (4) trimestres fiscales consecutivos, con el EBITDAR consolidado de los últimos cuatro trimestres fiscales consecutivos

$$\text{Ratio de apalancamiento} = \frac{\text{Endeudamiento total} + \text{Gastos Alquiler} \times 6}{\text{EBITDAR}}$$

EBITDAR quedará definido como el ingreso neto consolidado más los gastos por impuesto a la renta, más los gastos financieros netos, los gastos de depreciación y amortización, los gastos de alquiler y otros cargos no monetarios.

(en millones de dólares)	Año Fiscal Terminado		
	2017	2016	2015
Endeudamiento Total	691,00	505,47	427,24
Gasto Consolidado de Alquileres	332,50	257,90	216,80
EBITDAR	1.447,00	1.624,90	1.611,02
Ingreso Neto	551,50	837,70	881,00
Impuesto a la renta	137,10	334,60	374,80
Gs. Financiero	4,10	1,70	0,20
Depreciaciones y Amortizaciones	219,80	183,20	138,43
Gs. Consolidado de Alquiler	332,50	257,90	216,80
Otros Gastos	202,00	9,80	-0,20
Apalancamiento Ajustado	1,86	1,26	1,07

(en millones de dólares)	Año Fiscal Terminado		
	2017	2016	2015
Endeudamiento Vigente al Cierre de los ejercicios fiscales			
Préstamos Pendientes	127,30	-	-
Cartas de Crédito pendientes	10,60	10,00	10,80
Pendiente de cancelación	137,90	10,00	10,80

Acuerdo de Facilidad de Crédito "Hong Kong"

Suscripto en diciembre de 2016, como una renovación de la línea que se poseía con el Banco HSBC. Vencimiento: 30/11/2017

Destino: Capital de trabajo generales del Holding.

Línea: Crédito renovable hasta 100 millones de dólares de Hong Kong (Aproximadamente 12,9 millones de dólares americanos) Incluye tarjeta corporativa con 0,4 millones de dólares de Hong Kong (Aprox. 0,1 millones de dólares americanos)

Requiere que los empréstitos se realicen en aumentos no menores a los 5 millones de dólares de Hong Kong.

Intereses: Tasa Interbancaria ofrecida en Hong Kong (HIBOR) + ciento cincuenta (150) puntos básicos

(en millones de dólares)	Año Fiscal Terminado		
	2017	2016	2015
Endeudamiento Vigente al Cierre de los ejercicios fiscales			
Préstamos Pendientes (4,5 millones de dólares de Hong Kong)	5,80	-	-
Garantías Bancarias (11,8 millones de dólares de Hong Kong)	1,50	-	-
Pendiente de Cancelación	7,30	-	-

(en millones de dólares)	Año Fiscal Terminado			Prom.
	2017	2016	2015	
Intereses Netos	4,10	1,70	0,2	2,00
Relación Endeudamiento / Intereses Netos (*)	1,33%	1,29%	0,18%	0,93%
Ratio Cobertura de Intereses	168,27	691,24	6.284,98	2.381,49

(*) Todas las deudas tomadas por la empresa bajo acuerdos de facilitación, así como las cartas de crédito se informan como deudas a corto plazo.

Pasivo a Corto Plazo de la empresa considerado para este análisis son (en millones de dólares)

	Año Fiscal Terminado		
	2017	2016	2015
Revolving line of credit	-	-	-
Accounts payable	176,30	131,40	114,10
Short-term debt	133,10	-	-
	309,40	131,40	114,10

ANEXO III: ÍNDICES

Índices de Liquidez

		2017	2016	2015	2014	2013	Prom. 2017-2013
Solvencia=	$\frac{\text{Activo Promedio}}{\text{Pasivo Promedio}}$	3,60	5,19	5,74	5,37	4,26	4,72
Liquidez Corriente=	$\frac{\text{Activo Corriente Promedio}}{\text{Pasivo Corriente Promedio}}$	2,83	4,80	5,94	5,85	4,41	4,53
Liquidez Seca=	$\frac{\text{AC Promedio} - \text{Bs. Cambio}}{\text{Pasivo Prom. Corriente}}$	1,74	3,40	4,44	4,39	3,03	3,19
Liquidez Corto Plazo=	$\frac{\text{Caja} + \text{Activo Realizables}}{\text{Deudas Exigibles CP}}$	2,02	3,61	4,56	4,52	3,14	3,39
Capital de Trabajo=	AC Prom - PC Prom	917	1.449	1.566	1.147	562	1.128
Inmovilización Activos=	$\frac{\text{Activos N.C promedio}}{\text{Activos promedio}}$	0,43	0,30	0,23	0,21	0,26	0,30
Cobertura Intereses=	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Intereses}}$	168	691	6.285	2.565	413	601

Índices de Endeudamiento

		2017	2016	2015	2014	2013	Prom. 2017-2013
Endeudamiento sobre PN=	$\frac{\text{Pasivo Total Promedio}}{\text{Patrimonio Neto Promedio}}$	0,3851	0,2386	0,2111	0,2289	0,2345	0,2613
Endeudamiento sobre AT=	$\frac{\text{Pasivo Total Promedio}}{\text{Activo Total Promedio}}$	0,2777	0,1925	0,1743	0,1863	0,2345	0,2117

Índices de Actividad

		2017	2016	2015	2014	2013	Prom. 2017-2013
Rotación de Créditos=	$\frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Cuentas a cobrar Prom.}}$	15,67	14,04	13,22	13,13	13,08	13,90
Días de cobranza=	$\frac{\text{Cuentas a cobrar Prom.} \times 365}{\text{Ventas}}$	23	26	28	28	28	26
Rotación de Inventarios=	$\frac{\text{CMV}}{\text{Inventarios Prom.}}$	3,34	3,59	3,64	3,73	3,85	3,59
Días de Venta=	$\frac{\text{Inventarios Prom.} \times 365}{\text{CMV}}$	109	102	100	98	95	102
Compras=	CMV-EI+EF	1.834,80	1.941,79	1.817	1.455	955	1.601
Rotación de proveedores=	$\frac{\text{Compras}}{\text{Deudas comerciales Prom.}}$	11,93	15,82	14,10	12,84	12,70	13,48
Días de Pago =	$\frac{\text{Deudas comerciales Prom} \times 365}{\text{Compras}}$	31	23	26	28	29	27
Ciclo de Efectivo (Prom)=	Ds. Vtas + Ds. Cobranza - Ds. Pago	102	105	102	97	94	101
Rotación del Activo Total=	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total Prom.}}$	1,81	1,79	1,78	1,89	2,22	1,85
Rotación del Activo Fijo=	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Fijo Prom.}}$	6,66	7,13	9,57	11,17	10,57	8,31
Rotación del WC=	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Capital de Trabajo}}$	4,90	3,25	2,79	2,89	3,88	3,38

Indicadores de Rentabilidad

	2017	2016	2015	2014	2013	Prom. 2017-2013					
Margen Bruto =		59,23%	59,36%	60,57%	60,89%	59,89%	59,93%				
Utilidad Bruta Ventas											
Margen de Utilidad =		12,27%	17,78%	20,15%	19,98%	18,22%	11,32%				
Utilidad Neta Ventas											
ROA (Return on Assets) =		22,16%	31,90%	35,95%	37,73%	40,49%	32,32%				
Utilidad Neta Activo Total Prom.											
--- Efecto sobre el margen de las ventas		0,1227	0,1778	0,2015	0,1998	0,1822	0,1746				
Utilidad Neta Ventas											
--- Efecto Rotación de ventas sobre activos		1,81	1,79	1,78	1,89	2,22	1,85				
Ventas Activo Total Prom.											
ROE (Return on Equity) =		30,74%	39,55%	43,54%	46,37%	40,49%	39,90%				
Utilidad Neta Patrimonio Neto Prom.											
--- Efecto sobre el margen de las ventas		0,1227	0,1778	0,2015	0,1998	0,1822	0,1132				
Utilidad Neta Patrimonio Neto Prom.											
--- Efecto Rotación de ventas sobre P.N.		2,505	0,395	0,435	0,464	0,405	0,088				
Ventas Patrimonio Neto Prom.											
--- Efecto Apalancamiento		0,9981	0,9976	0,9990	0,9995	0,9954	1,0046				
Resultado pre tax Resultado Operativo											
--- Efecto Impositivo		0,8009	0,7146	0,7015	0,6565	0,6340	0,5923				
Resultado Neto Resultado pre tax											
Identidad Dupont											
Utilidad Neta Ventas		0,1227	0,1778	0,2015	0,1998	0,1822	0,1746				
Utilidad Neta Ventas											
Ventas Activo Total Prom.		1,81	1,79	1,78	1,89	2,22	1,85				
Activo Total Prom.											
Activo Total Prom. Patrimonio Neto Prom.		1,39	1,24	1,21	1,23	1,00	1,23				
Identidad Dupont =		0,3074	0,3955	0,4354	0,4637	0,4049	0,3990				
Tasa Impositiva Efectiva											
2017	2016	2015	2014	2013	Prom. 2016-2013	2017	2016	2015	2014	2013	Prom. 2016-2013
19,91%	28,54%	29,85%	34,35%	36,60%	31,63%	22,16%	31,90%	35,95%	37,73%	40,49%	32,32%

ANEXO IV: PROYECCIONES CASO BASE

Ventas totales (en millones)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Perpetuidad
Accesorios	1.255,54	2.060,82	2.872,22	3.179,70	3.061,40	2.949,66	2.846,42	2.761,03	2.692,00	2.638,16	2.598,59	2.572,60	2.596,33	2.663,29	2.783,14	
Aparato	413,73	482,44	549,43	543,70	543,20	542,66	542,11	541,68	541,41	541,68	547,10	555,30	566,41	577,74	592,18	
Calzado	210,98	337,99	444,05	491,00	462,00	436,59	412,58	391,95	373,14	356,34	342,09	330,12	323,51	316,66	323,44	
Productos Bajo Licencia	214,51	289,28	333,97	324,40	281,30	242,90	210,11	183,85	161,79	143,18	127,43	114,69	105,51	100,24	95,22	
Ventas Netas	2.094,76	3.170,52	4.199,67	4.538,80	4.347,90	4.171,81	4.011,22	3.878,50	3.768,33	3.679,37	3.615,21	3.572,71	3.593,77	3.659,92	3.793,98	
Ingresos por Licencias	86,98	140,32	171,80	173,30	145,80	121,74	102,87	86,93	73,89	64,28	56,25	50,62	46,57	44,24	43,80	
Ingresos Totales	2.181,73	3.310,84	4.371,47	4.712,10	4.493,70	4.293,55	4.114,10	3.965,43	3.842,22	3.743,65	3.671,46	3.623,33	3.640,34	3.704,17	3.837,79	
Costo de la mercadería vendida	875,17	1.294,77	1.723,82	1.914,90	1.832,30	1.889,16	1.851,34	1.665,48	1.536,89	1.403,87	1.285,01	1.268,17	1.092,10	1.111,25	1.151,34	
Ganancia Bruta	1.306,57	2.016,07	2.647,65	2.797,20	2.661,40	2.404,39	2.262,75	2.299,95	2.305,33	2.339,78	2.386,45	2.355,17	2.546,24	2.592,92	2.686,45	
Gs. Generales de Administración y Comercialización	621,54	926,91	1.251,43	1.428,00	1.552,50	1.923,85	1.832,31	1.741,54	1.703,17	1.297,62	1.255,15	1.239,66	1.213,69	1.153,00	1.095,35	
Depreciaciones y amortizaciones	54,29	79,65	138,43	183,20	219,80	219,80	281,42	289,49	313,73	380,83	495,29	626,44	767,61	899,66	1.028,04	
Impairment of long-live assets	0,73	1,33	0,82	10,90	199,20	165,59	177,68	199,63	188,11	150,97	87,57	49,76	23,04			
EBIT	630,01	1.008,17	1.256,97	1.175,10	689,90	95,15	-28,65	69,29	100,32	510,36	548,43	449,31	543,90	540,25	563,06	
EBIT (1-4)	389,43	661,84	861,82	839,70	552,54	76,12	-22,82	55,44	80,25	408,29	438,74	369,45	435,12	432,20	450,45	
Plus: Depreciaciones y Amortización	54,29	79,65	138,43	183,20	219,80	219,80	281,42	289,49	313,73	380,83	495,29	626,44	767,61	899,66	1.028,04	
Plus: Impairment of long-live assets	0,73	1,33	0,82	10,90	199,20	165,59	177,68	199,63	188,11	150,97	87,57	49,76	23,04			
Less: Cambios en el Working Capital	525,88	643,86	194,62	-429,12	-635,40	517,42	-26,09	20,09	3,92	8,85	51,77	2,72	23,73	39,58	102,33	
Less: Cambios en Capital Expenditures	71,36	108,57	212,26	195,27	-168,70	70,87	127,30	208,46	255,94	255,62	241,68	239,06	313,83	142,72	697,55	
Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	-142,79	-9,60	614,19	1.257,66	1.773,64	-126,79	334,96	316,00	322,23	675,62	728,16	793,87	888,21	1.149,56	678,60	688,96
Índice de Actualización						1,077180	1,160316	1,249888	1,346333	1,450242	1,562171	1,682739	1,812612	1,952508	2,103202	
Perpetuidad																14.814,94
VP																7.043,99
VP Perpetuidad																
Valor Presente de la Firma																
VPN por acción																
Tasa de Crecimiento en perpetuidad																3,00%
Cantidad de Acciones de la empresa																
																158.258,126

ANEXO V: PROYECCIONES CASO NEGATIVO

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Perpetuidad
Ventas totales (en millones)																
Accesorios	1.255,54	2.060,82	2.872,22	3.179,70	3.061,40	2.938,94	2.827,26	2.725,48	2.643,72	2.590,84	2.544,21	2.506,05	2.531,11	2.556,42	2.581,98	
Aparato	413,73	482,44	549,43	543,70	543,20	542,60	542,17	541,90	541,76	541,73	541,71	542,25	543,06	543,88	544,69	
Calzado	210,98	337,99	444,05	491,00	462,00	429,66	400,44	374,01	360,08	328,37	308,67	291,69	277,11	264,64	258,02	
Productos Bajo Licencia	214,51	289,28	333,97	324,40	281,30	239,11	203,72	174,38	151,71	132,75	116,82	103,97	93,57	86,09	79,20	
Ventas Netas	2.094,76	3.170,52	4.199,67	4.538,80	4.347,90	4.150,31	3.973,59	3.815,78	3.687,27	3.593,70	3.511,40	3.443,96	3.444,85	3.451,02	3.463,90	
Ingresos por Licencias	86,98	140,32	171,80	173,30	145,80	119,56	98,63	81,57	67,70	56,53	47,49	40,36	34,31	30,02	26,27	
Ingresos Totales	2.181,73	3.310,84	4.371,47	4.712,10	4.493,70	4.269,87	4.072,23	3.897,35	3.754,97	3.650,23	3.558,89	3.484,32	3.479,16	3.481,04	3.490,16	
Costo de la mercadería vendida	875,17	1.294,77	1.723,82	1.914,90	1.832,30	2.049,54	1.873,22	1.734,32	1.614,64	1.533,10	1.423,56	1.333,73	1.301,66	1.302,42	1.306,07	
Ganancia Bruta	1.306,57	2.016,07	2.647,65	2.797,20	2.661,40	2.220,33	2.199,00	2.163,03	2.140,33	2.117,13	2.135,34	2.090,59	2.087,49	2.088,62	2.094,10	
Gs. Generales de Administración y Comercialización	621,54	926,91	1.251,43	1.428,00	1.552,50	2.058,52	1.960,57	1.863,45	1.624,83	1.338,30	1.201,95	1.167,83	1.237,16	1.203,28	1.170,54	
Depreciaciones y amortizaciones	54,29	79,65	138,43	183,20	219,80	219,80	281,42	289,49	313,73	380,83	495,29	626,44	767,61	899,66	1.028,04	
Impairment of long-live assets	0,73	1,33	0,82	10,90	198,20	165,59	177,68	198,63	188,11	150,97	87,57	49,76	23,04			
EBIT	630,01	1.008,17	1.256,97	1.175,10	689,90	-223,58	-220,66	-189,54	13,66	247,03	350,53	246,56	59,68	-14,32	-104,48	
EBIT (14)	399,43	661,84	881,82	839,70	552,54	-178,86	-176,53	-151,63	10,93	197,62	280,42	197,24	47,74	-11,46	-83,58	
Plus: Depreciaciones y Amortización	54,29	79,65	138,43	183,20	219,80	219,80	281,42	289,49	313,73	380,83	495,29	626,44	767,61	899,66	1.028,04	
Plus: Impairment of long-live assets	0,73	1,33	0,82	10,90	198,20	165,59	177,68	198,63	188,11	150,97	87,57	49,76	23,04			
Less: Cambios en el Working Capital	525,88	643,86	194,62	-429,12	-635,40	517,42	-26,09	20,09	3,92	8,85	51,77	2,72	23,73	39,58	102,33	
Less: Cambios en Capital Expenditures	71,36	108,57	212,26	195,27	-166,70	70,87	127,30	208,46	255,94	255,62	241,68	239,06	313,83	142,72	697,55	
Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	-142,79	-9,60	614,19	1.267,66	1.773,64	-381,77	181,85	108,94	252,91	464,85	569,84	631,67	500,84	705,90	144,57	148,91
Índice de Actualización Perpetuidad	1.077,180	1.160,316	1.249,868	1.346,333	1.450,242	1.562,171	1.682,739	1.812,612	1.952,508	2.103,202	2.268,28	2.444,28	2.638,28	2.852,28	3.087,28	3.344,93
VP																
VP Perpetuidad																
Tasa de Crecimiento en perpetuidad	3,00%															
Valor Presente de la Firma	3.344,93															
VPN por acción	15,99															
Cantidad de Acciones de la empresa	158.268.126															

ANEXO VI: PROYECCIONES CASO POSITIVO

Ventas totales (en millones)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Perpetuidad
Accesorios	1.255,54	2.060,82	2.872,22	3.179,70	3.061,40	2.987,98	2.922,19	2.878,36	2.907,14	2.942,03	2.980,27	3.022,00	3.065,62	3.111,80	3.160,04	
Aparato	413,73	482,44	549,43	543,70	543,20	542,93	542,68	542,49	542,33	542,30	542,36	542,49	542,66	542,87	543,15	
Calzado	210,98	337,99	444,05	491,00	462,00	441,21	423,56	425,68	429,94	434,24	440,75	449,56	459,56	470,02	484,12	
Productos Bajo Licencia	214,51	289,28	333,97	324,40	281,30	261,61	248,53	241,07	242,28	244,70	248,37	252,10	255,88	259,72	263,61	
Ventas Netas	2.094,76	3.170,52	4.199,67	4.538,80	4.347,90	4.233,67	4.136,97	4.067,61	4.121,69	4.163,27	4.211,75	4.266,15	4.322,91	4.384,41	4.450,92	
Ingresos por Licencias	86,98	140,32	171,80	173,30	145,80	131,22	119,41	109,26	100,52	92,98	87,40	83,03	79,71	78,12	77,33	
Ingresos Totales	2.181,73	3.310,84	4.371,47	4.712,10	4.493,70	4.364,89	4.256,38	4.196,87	4.222,21	4.256,25	4.299,16	4.349,19	4.402,62	4.462,53	4.528,25	
Costo de la mercadería vendida	875,17	1.294,77	1.723,82	1.914,90	1.832,30	1.658,66	1.596,14	1.510,87	1.477,77	1.447,12	1.418,72	1.391,74	1.370,79	1.338,76	1.358,48	
Ganancia Bruta	1.306,57	2.016,07	2.647,65	2.797,20	2.661,40	2.706,23	2.660,24	2.685,99	2.744,44	2.809,12	2.880,43	2.957,45	3.031,83	3.123,77	3.169,78	
Gs. Generales de Administración y Comercialización	621,54	926,91	1.251,43	1.428,00	1.552,50	1.802,52	1.764,44	1.775,69	1.788,33	1.453,33	1.366,13	1.284,17	1.207,12	1.134,69	1.066,61	
Depreciaciones y amortizaciones	54,29	79,65	138,43	183,20	219,80	219,80	281,42	289,49	313,73	380,83	465,29	626,44	767,61	899,66	1.028,04	
Impairment of long-life assets	0,73	1,33	0,82	10,90	199,20	165,59	177,68	199,63	188,11	150,97	87,57	49,76	23,04			
EBIT	630,01	1.008,17	1.256,97	1.175,10	689,90	518,32	436,70	421,19	454,26	823,99	931,44	997,08	1.084,06	1.089,42	1.075,13	
EBIT (1-t)	399,43	661,84	881,82	839,70	552,54	414,65	349,36	336,95	363,41	659,19	745,15	797,66	867,25	871,54	860,11	
Plus: Depreciaciones y Amortización	54,29	79,65	138,43	183,20	219,80	219,80	281,42	289,49	313,73	380,83	465,29	626,44	767,61	899,66	1.028,04	
Plus: Impairment of long-life assets	0,73	1,33	0,82	10,90	199,20	165,59	177,68	199,63	188,11	150,97	87,57	49,76	23,04			
Less: Cambios en el Working Capital	525,88	643,86	194,62	-429,12	-635,40	517,42	-26,09	20,09	3,92	8,85	51,77	2,72	23,73	39,58	102,33	
Less: Cambios en Capital Expenditures	71,36	108,57	212,26	195,27	-166,70	70,87	127,30	208,46	255,94	255,62	241,68	239,06	313,83	142,72	697,55	
Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	-142,79	-9,60	614,19	1.267,66	1.773,64	211,75	707,23	597,52	605,39	926,52	1.034,57	1.232,08	1.320,35	1.588,90	1.088,26	1.120,91
Índice de Actualización						1,077180	1,160316	1,246968	1,346333	1,450242	1,562171	1,682739	1,812612	1,952508	2,103202	
Perpetuidad																23.768,33
VP						196,58	609,52	478,07	449,65	638,87	662,26	732,19	728,42	813,77	517,43	
VP Perpetuidad																11.296,27
Valor Presente de la Firma																17.123,03
VPN por acción																103,05
Tasa de Crecimiento en perpetuidad																3,00%
Cantidad de Acciones de la empresa																168.258,126