



El avance del mundo del fitness. Valoración de una empresa de gimnasios

Trabajo de fin de grado.

Grado en Administración y Dirección de Empresas.

Universidad Politécnica de Valencia.

Autor: Juan Gil Juliá

Tutor: Roberto Cervelló Royo

Valencia, Julio 2019

Índice

1.Introducción	4
2.Análisis macroeconómico	5
2.1 Crecimiento Económico	5
2.2 Empleo	6
2.3 Inflación	8
2.4 Conclusión entorno macroeconómico	9
3. El sector del fitness en Europa y en España	9
3.1 Distintos segmentos en España	10
3.2 El mercado del fitness en Europa	14
3.3 El mercado del fitness en España	16
3.4 Tendencias en el mercado del fitness	19
4. Valoración de empresas	20
4.1 Razones que llevan a la valoración de empresas	21
4.2 Métodos de valoración	22
5. The Capital Asset Pricing Model	28
6. La empresa McFit	29
7. Análisis económico-financiero	32
7.1 Situación patrimonial	33
7.2 Situación de liquidez	35
7.3 Situación de endeudamiento	36
7.4 Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias	37
7.5 Rentabilidad económica y financiera	39
7.6 Conclusiones del análisis económico financiero	40
8. Valoración de McFit por el método de descuento de flujos de caja	41
8.1 Establecimiento del horizonte temporal	41
8.2 Cálculo de la tasa de descuento	41
8.3 Proyecciones financieras	44
8.4 Descuento de flujos de caja	46
8.5 Valor residual de la empresa	47
8.6 Valor de la empresa	47
9. Valoración por múltiplos	48
10. Comparación de valoración por descuento de flujos de caja y por múltiplos	49
11. Conclusiones	50
12. Bibliografía	51

Índice de figuras

Figura 1: evolución PIB por trimestres desde 2013	6
Figura 2: evolución del paro desde 2001	7
Figura 3: evolución de la contratación indefinida y temporal desde 2002	7
Figura 4: evolución de la inflación en España (2012-2022)	8
Figura 5: licitación por comunidades de instalaciones deportivas en millones de euros	11
Figura 6: principales operadores low-cost en España	12
Figura 7: facturación en millones de euros de los principales operadores	13
Figura 8: número de socios de los principales operadores	13
Figura 9: Top 10 mercados europeos del fitness por ingresos en millones de Euros	15
Figura 10: miembros totales, crecimiento del número de miembros y tasa de penetración en 2018 en los Top 10 mercados europeos del fitness	15
Figura 11: tasa de penetración media europea en comparación con la española	16
Figura 12: evolución de facturación por segmento	17
Figura 13: incremento del número de socios respecto al año anterior	17
Figura 14: Cuotas mensuales por segmento	18
Figura 15: ecuación de descuento de flujos	25
Figura 16: marcas RSG Group	31
Figura 17: descomposición de flujos de caja	45
Figura 18: Gordon Growth Model	47
Figura 19: gráficos de valoración	49

Índice de tablas

Tabla 1: tasas inflación anuales desde 2010	9
Tabla 2: principales métodos de valoración	23
Tabla 3: tipos de flujos de caja y tasas de descuento	25
Tabla 4: balance de situación (2013-2017)	33
Tabla 5: balance en términos relativos (2013-2017)	34
Tabla 6: fondo de maniobra (2013-2017)	35
Tabla 7: ratios de liquidez (2013-2017)	35
Tabla 8: ratios de endeudamiento (2013-2017)	36
Tabla 9: cuenta de pérdidas y ganancias (2013-2017)	37
Tabla 10: ratios de expansión de la cuenta de pérdidas y ganancias	38
Tabla 11: principales cuentas de pérdidas y ganancias y TCAC (2013-2017)	38
Tabla 12: rentabilidad económica (2013-2017)	39
Tabla 13: rentabilidad financiera (2013-2017)	40
Tabla 14: peso del patrimonio neto y del pasivo (2013-2017)	42
Tabla 15: coste de la deuda (2013-2017)	42
Tabla 16: coeficiente beta	43
Tabla 17: proyecciones financieras	46
Tabla 18: cálculo de flujos de caja libres	46
Tabla 19: múltiplos de valoración	48
Tabla 20: valor de las empresas según múltiplos	49
Tabla 21: rangos de valoración por múltiplos	49

1.Introducción

McFit Global Group GmbH es una empresa de gimnasios fundada por Rainer Schaller en Alemania en 1997. Es la cadena de gimnasios más grande de toda Europa y opera en varios países de la unión europea como son Austria, España, Italia y Polonia, además de, por supuesto, en Alemania.

El catálogo de servicios ofertados por la empresa se basa en el levantamiento de pesas, ejercicios de estiramientos, de resistencia y de elongación de los músculos. También tiene un departamento que se dedica al asesoramiento nutricional de sus clientes. Sin embargo, tal y como explica su equipo directivo en una entrevista con Health Club Management, Rainer Schaller quería hacer del fitness algo asequible para todo el mundo por lo que la oferta que ofrece el gimnasio es limitada. Lo que se tradujo en la exclusión de su oferta de servicios como el spa o las clases con monitor.

Recientemente el grupo McFit Global Group ha cambiado su nombre a RSG Group, cuyas siglas significan Rainer Schaller Global. Esto se debe a que el fundador no pretende que otros grupos creados por él se identifiquen solo por el nombre de McFit. Este es el caso por ejemplo de High5, que se dedica al entrenamiento funcional y el caso de John Reed, un gimnasio de estética urbana donde los clientes pueden disfrutar de un DJ pinchando en la sala de entrenamiento. El grupo quiere abrazar las distintas tendencias que va marcando la sociedad mediante la creación de nuevas marcas como Cyberobics, un sistema de clases virtuales dirigidas donde la corporación ha invertido más de 10 millones de euros. El grupo también opera empresas que no son exclusivamente gimnasios como por ejemplo Loox, la app móvil que permite a los clientes acceder a su plan de entrenamiento y a consejos de nutrición. En los últimos años incluso se ha introducido en el sector de la restauración, con marcas como The Reed, y la pastelería Steven Baker. Como se puede observar, la empresa trabaja con un gran dinamismo y atención a las nuevas necesidades de los clientes y la innovación es para ellos una parte muy importante de su éxito.

Actualmente el grupo cuenta con más de 4000 empleados y con más de 260 gimnasios facturando una cifra que supera de 300 millones de euros. El caso que nosotros analizaremos será el de McFit S.L., la filial en España. En territorio español McFit cuenta con más de 383 empleados, una facturación de más de 25 millones de euros y con más de 37 gimnasios.

Antes de abordar el análisis de McFit S.L., comenzaremos posicionando a la empresa en su sector, y ofreceremos una amplia perspectiva acerca de las tendencias del mismo sirviéndonos para ello de varios informes elaborados por distintas empresas debido al gran crecimiento que está experimentando el mercado del fitness, tanto a nivel español como a nivel europeo.

Este trabajo contemplará el análisis de la empresa desde una perspectiva contable y financiera. El análisis económico financiero que se realizará de la empresa constará del análisis de su situación de liquidez, su situación de endeudamiento, su cuenta de resultados, su fondo de maniobra y sus ciclos de caja y maduración. Después de ello, se

analizará la capacidad de la empresa para generar flujos de caja, los cuales posteriormente nos ayudarán a la hora de realizar la valoración de la empresa.

Tras finalizar este análisis comenzaremos a realizar nuestra valoración de la empresa por el método de descuento de flujos de efectivo y por el de múltiplos de valoración. Comenzaremos con una pequeña introducción a la valoración de empresas. Explicaremos los diferentes métodos de valoración utilizados por los analistas, aunque no los desarrollaremos con tanta profundidad como los dos modelos que utilizaremos para realizar la valoración final.

Después de esta pequeña introducción de los métodos de valoración, comenzaremos a realizar nuestras estimaciones para definir los parámetros necesarios para el método de descuento de flujos de caja. Primero la proyección de los flujos de caja en el horizonte temporal, seguidamente daremos una explicación del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) utilizado para obtener la tasa de descuento o WACC (Weighted Average Cost of Capital). Por último, obtendremos el valor residual de la compañía lo que nos permitirá obtener la valoración final.

Para acabar realizaremos la valoración utilizando distintos múltiplos de valoración y compararemos estos resultados con los obtenidos por el método de descuento de flujos de caja, para así, dar nuestras conclusiones sobre la valoración de la empresa que nos ocupa.

2. Análisis macroeconómico

Para llevar a cabo una correcta valoración de la empresa McFit, resulta absolutamente necesario conocer en qué estado se encuentra la economía española hoy en día. Se puede afirmar que dicho análisis es fundamental, ya que en época de crecimiento económico la población dispone de más dinero para gastar en servicios como lo gimnasios. Además, dada la progresiva importancia que está tomando el cuidado de la salud entre el público, tanto en el ámbito de la nutrición como en el ámbito del ejercicio físico, las personas empiezan a posicionar a los gimnasios en escalones superiores a la hora de gastar su dinero.

A continuación, comentaremos datos sobre el crecimiento económico, el nivel de empleo y la inflación en nuestro país, basándonos en el informe anual del Banco de España y en datos del INE.

2.1. Crecimiento Económico

Según el INE (Instituto Nacional de Estadística) el PIB español creció el primer trimestre de 2019 un 0,7%. En 2018 el crecimiento fue del 2,6% algo menor que el de 2017, lo que confirmó una desaceleración global en los crecimientos de las economías más fuertes. La desaceleración que ha habido en España está en línea con las previsiones, sin embargo, la composición del PIB se ha modificado en fuerte medida. La demanda interna ha mantenido su gran fortaleza mientras que las exportaciones han caído debido a esa incertidumbre que existe ante el comercio mundial. Efectivamente, la llamada

“guerra comercial” entre China y Estados Unidos está teniendo influencia en la bajada de las exportaciones tanto españolas como europeas. Aparte de la guerra comercial, el Brexit también está aportando incertidumbre al entorno comercial. En la zona euro, el crecimiento pasó de un 2,7% en 2017 a un 1,2% en 2018. Por tanto, aunque ha existido una reducción del crecimiento en la zona euro, España sigue comportándose bien, puesto que se trata de una de las economías que más crecen dentro de esta área.

El PIB acelera su crecimiento al 0,7% hasta marzo

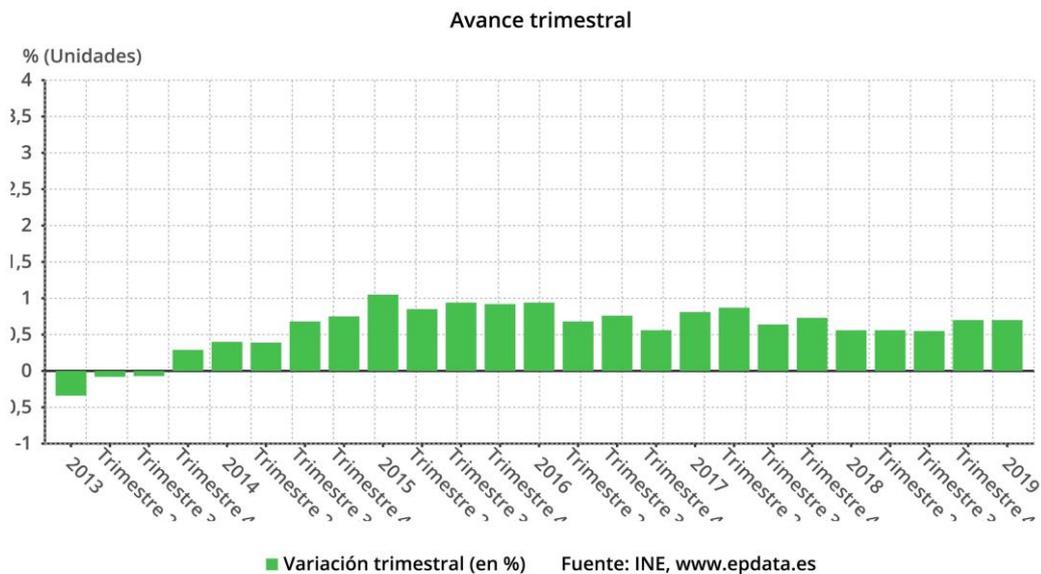


Figura 1: Evolución del PIB por trimestres desde 2013

En este gráfico podemos observar como claramente 2018 fue un año que rompió una tendencia de la economía española de crecimiento por encima del 3%. Sin embargo, podemos ver como el primer trimestre de 2019 invita a pensar que el crecimiento del PIB este año seguirá siendo igual o un poco superior al de 2018.

2.2. Empleo

Tras el gran aumento en el número de parados que se produjo debido a la crisis económica mundial, España se ha ido recuperando de su gran tasa de paro y poco a poco disminuye anualmente el número de personas desempleadas del país. Actualmente el paro registrado es de 3.079.491 personas, una cifra muy inferior a los casi 5 millones de parados que presentaba España en 2013, una situación casi insostenible. La tasa de paro actual es, según datos del INE, del 14,7%. España continúa siendo uno de los países con la tasa de paro más elevada de toda Europa, pero su mejora significativa y la tendencia a la reducción de la tasa de paro año tras año, permiten que las familias poco a poco aumenten su poder adquisitivo y a su vez crezca la economía.

A continuación, vemos un gráfico de la evolución del paro en España desde 2001.

El paro registrado se sitúa en 3.079.491 personas en mayo de 2019

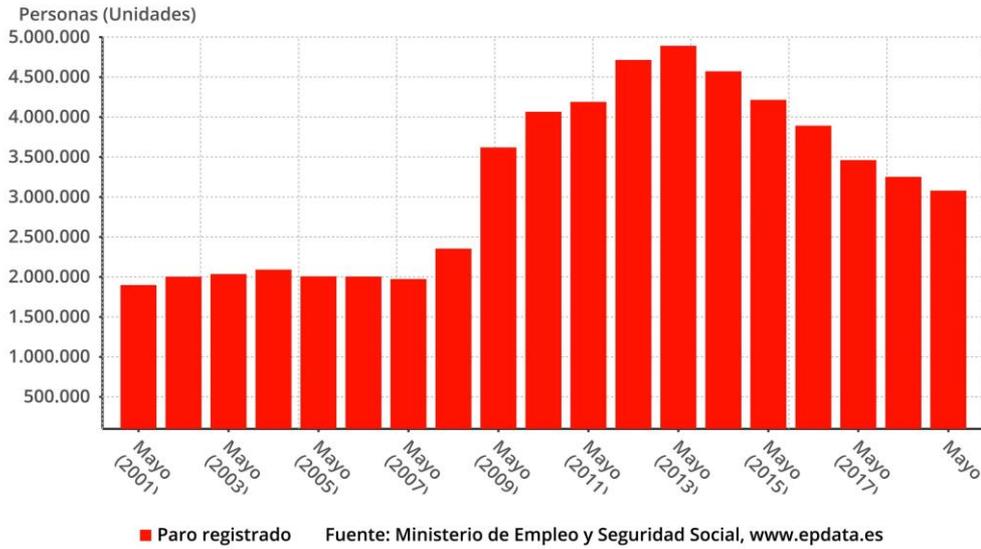


Figura 2: Evolución del paro desde 2001

El gráfico nos muestra con claridad el severo impacto que tuvo la crisis económica en los niveles de parados españoles. De un paro estable en 2 millones de personas, a más del doble durante 6 años seguidos. Aquí vemos como los niveles de paro se están recuperando y si relacionamos paro con crecimiento económico, también observamos que están íntimamente vinculados, podemos decir que el paro baja cuando aumenta el crecimiento económico. Otro de los datos importantes acerca del empleo es la proporción de contrataciones mediante contratos indefinidos y mediante contratos temporales.

Evolución de la contratación indefinida y temporal

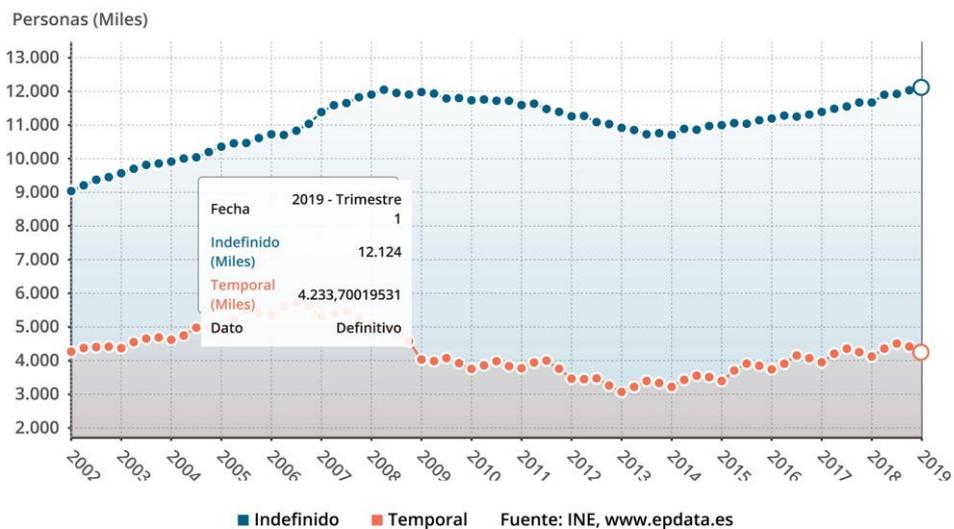


Figura 3: Evolución de la contratación indefinida y temporal desde 2002

Fijándonos en el anterior gráfico, volvemos a ver una mejora de la situación. La cantidad de contratos de tiempo indefinido firmados crece a un mayor ritmo que crece la contratación temporal. En la economía esto se ve traducido en que las familias poseen mayor seguridad laboral. Debido a que sus ingresos no son inciertos, pueden hacer frente a más gastos. En definitiva, esta subida de la proporción de contratos indefinidos frente a contratos temporales, es un buen síntoma de cara a un mayor crecimiento económico en el futuro.

2.3. Inflación

España al formar parte de la unión europea, converge con ella en su objetivo de mantener la estabilidad de precios. El Banco Central Europeo establece el objetivo de incremento de precios próximo pero menor al 2%. España se ha mantenido en torno a esta cifra de inflación desde la introducción del euro en 1999 aunque tras la crisis económica mundial, la inflación comenzó a situarse en niveles inferiores al objetivo desde 2013. Es debido a esta bajada en la inflación que el Banco Central Europeo ha llevado a cabo varias políticas monetarias expansivas para recuperar el nivel de inflación deseable. El Banco Central Europeo redujo los tipos de interés a los niveles históricamente más bajos, llegando en algunos casos a establecer tipos de interés negativos. También se ha llevado a cabo una política de expansión cuantitativa. Dicha política se basa en la compra masiva de activos para dar liquidez a los bancos, lo que provoca un incremento sustancial en el tamaño del balance de los bancos centrales.

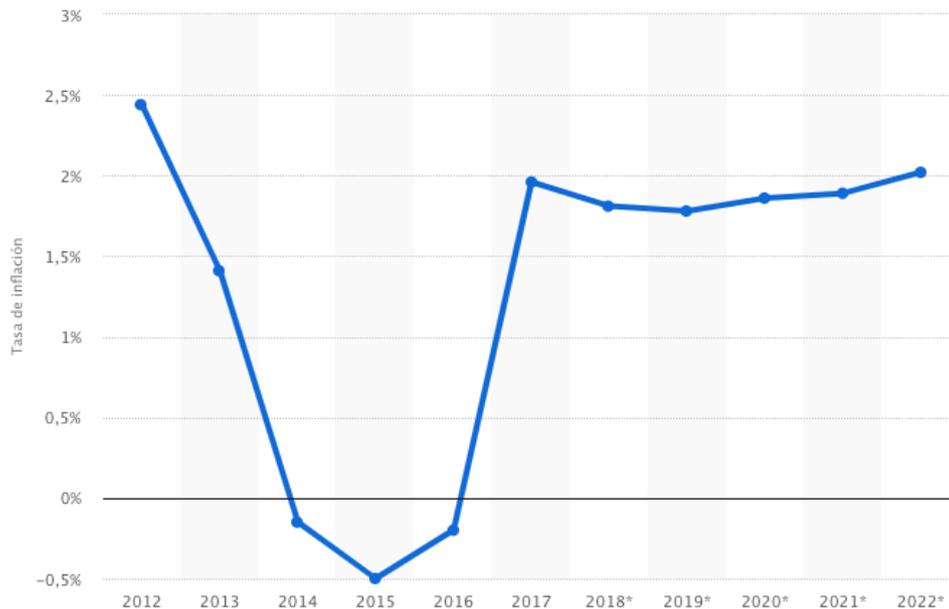


Figura 4: Evolución de la inflación en España (2012-2022)

Fuente: Statista, 2019

En la gráfica podemos observar lo dicho anteriormente. La inflación a partir de 2013 dejó de estar cerca del objetivo de la Unión Europea. Además, los tres años siguientes se produjo un periodo de deflación en los precios. Es a partir del año 2017 cuando comenzamos a ver que la inflación en los precios se mantiene en el objetivo fijado por la Unión Europea. También vemos como la tendencia es a un incremento de la inflación

en los próximos años. Por tanto, podemos afirmar que el objetivo de inflación se está cumpliendo en España.

periodo	inflación
mayo 2019	0,810 %
mayo 2018	2,052 %
mayo 2017	1,936 %
mayo 2016	-0,988 %
mayo 2015	-0,183 %
mayo 2014	0,206 %
mayo 2013	1,723 %
mayo 2012	1,943 %
mayo 2011	3,514 %
mayo 2010	1,765 %

Tabla 1: Tasas de inflación anuales desde 2010
Fuente: global rates, 2019

2.4. Conclusión entorno Macroeconómico

Tras analizar estas tres variables en el entorno español podemos afirmar que la coyuntura económica es estable. Sin embargo, la desaceleración que se está produciendo en la economía mundial, sobre todo en el comercio, puede ser una amenaza para el crecimiento económico de España, ya que tal y como hemos explicado antes, el PIB siguió creciendo gracias a la fortaleza de la demanda interna y no debido al comercio exterior. Aunque España es de los países europeos que más crece y aunque ha conseguido recuperarse de la crisis económica, sigue estando afectado por los sucesos macroeconómicos que están marcando el crecimiento de las principales economías mundiales.

Sin ninguna duda sucesos como el desenlace final del Brexit y la guerra comercial que mantienen Estados Unidos y China, van a marcar en gran medida la tendencia del crecimiento económico de los países europeos. Esta situación de incertidumbre que existe a día de hoy en la economía mundial debe de ser tomada en cuenta cuando valoremos la compañía McFit. Se deberá tener en cuenta un escenario con un crecimiento estable como hasta ahora y un escenario en el que la desaceleración económica continúa durante años. El análisis se realizará de este modo porque no cabe duda de que las ventas de McFit estarán influenciadas por estas variables.

3. El sector del fitness en España y en Europa

Es conocido por todos nosotros que el sector ha sufrido un gran impulso estos últimos años. En España este gran impulso se debe, por ejemplo, a la entrada de cadenas de gimnasios internacionales como McFit (número 1 en Europa), de gran calidad en el servicio y con gran profesionalidad e innovación. Además, numerosos empresarios han observado el crecimiento del sector y se han decidido a llevar a cabo sus propias inversiones, ya sea mejorando sus instalaciones o creando nuevas. Cabe destacar que la entrada de las cadenas internacionales ha provocado un aumento de la competitividad, que ha obligado a las empresas nacionales a mejorar su modelo de negocio.

Según el informe de BDO (Binder Dijker Otte) acerca del mercado del fitness en 2018, los dos últimos años han sido muy activos en operaciones fusiones y adquisiciones, destacando las firmas de Private Equity (Capital Privado), que toman posiciones en lo que ven un sector en claro crecimiento. Este crecimiento se traduce tanto en abonados como en número de aperturas, ya que el estudio de BDO señala que a lo largo del año el 75% de los gimnasios realizarán nuevas aperturas y el 84% realizarán nuevas inversiones, ya sea para mejorar sus instalaciones, servicios o modelos de negocio. En el estudio se explican las causas de esta actividad en cuanto a operaciones corporativas de M&A (Mergers and Acquisitions). Por ejemplo, los gimnasios del segmento médium, que requiere grandes superficies (a partir de 5000 metros cuadrados), tienen más dificultad a la hora de escoger nuevas ubicaciones para sus gimnasios. Esto provoca que sea más fácil expandirse haciendo adquisiciones o fusiones. Para concluir su informe, BDO afirma que “en el mercado del fitness la competencia es cada vez mayor, por lo que el tamaño es cuestión de supervivencia”.

3.1. Distintos segmentos en España

Para llevar a cabo un análisis del sector y, posteriormente, de la empresa McFit, es imprescindible comprender las diferencias que existen entre los diferentes operadores, ya que, conviven modelos de negocio y estrategias muy diferenciadas. Según el informe de BDO (Hacia un nuevo mapa del fitness, 2019), atendiendo a las características de los diferentes operadores y a los clientes a los que pretenden dirigirse, podemos distinguir entre los siguientes grupos:

1. Concesional
2. Low cost
3. Medium
4. Premium
5. Boutiques, 24 horas y gimnasios de barrio

1. Concesional

Las administraciones públicas movieron 485 millones de euros en 2018, y puede que en 2019 muevan 500 millones. Este dinero suele ir destinado a centros deportivos, donde la piscina es el deseo principal. Actualmente existen 1300 instalaciones público-privadas. El modelo de concesión se basa en la externalización del personal y la concesión de la obra para ser explotada a 50 años. Las inversiones privadas de este ámbito suelen rondar los 6-12 millones de euros, aunque como hemos comentado anteriormente, encontrar ubicaciones interesantes y a buen precio es cada vez más complicado para los inversores.



Figura 5: Licitación por comunidades de instalaciones deportivas en millones de euros
Fuente: BDO, *Hacia un nuevo mapa del fitness*, 2019

Como refleja el gráfico, las desigualdades en torno a las cantidades de dinero otorgadas a las diferentes comunidades son grandes. Cataluña, Andalucía y Madrid, se reparten más del 50% de todo el dinero destinado a instalaciones deportivas.

2.Low Cost

El modelo low cost, se basa en la captación de los clientes mediante la utilización de unas tarifas agresivas. Esta tarifa siempre está por debajo de los 30 euros, cifra que se utiliza como umbral para diferenciar un gimnasio low cost de uno medium. Este tipo de gimnasios llegó a crecer al 30% pero hoy en día ya no tiene esta tasa de crecimiento. En España, este segmento está formado por cerca de 40 operadores, 6 de los cuales se reparten una cuota del 65% en número de centros, gestionando más de 280 instalaciones. Aquí las diferencias entre comunidades son muy marcadas. Madrid es la primera comunidad con mayor número de gimnasios low cost con más de 100 locales, seguida por Cataluña con 38. Este segmento al ofrecer precios bajos, no presta los mismos servicios que uno concesional. Normalmente, carecen de piscina ya que tiene costes muy elevados, no ofrecen spa y además pueden incluso cobrar por servicios básicos como son las duchas.

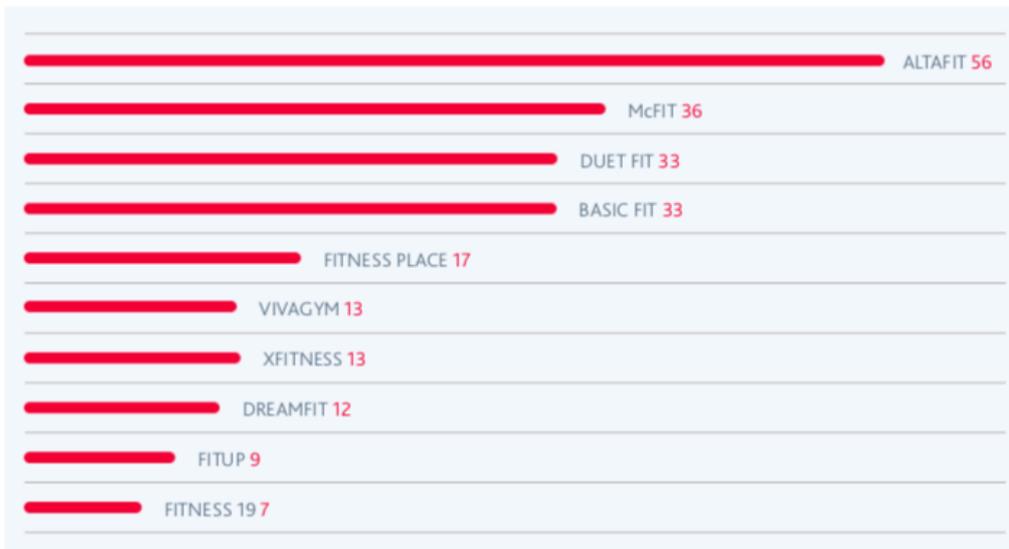


Figura 6: Principales operadores low cost en España
Fuente: BDO, *Hacia un nuevo mapa del fitness*, 2019

Es en este segmento de mercado donde se incluye McFit que con 36 centros en España se convierte el segundo operador low cost más grande de España, solo superado por Altafit.

3. Medium

El modelo concesional está en parte ligado a este segmento. Se caracteriza por ofrecer a los clientes un ambiente social donde se ofrecen distintas experiencias al usuario. Sus precios oscilan entre 30 y 65 euros y tienen distintas tarifas para abordar los distintos perfiles de usuario. Ya no solo ofrecen servicios deportivos, sino también servicios que no están relacionados con el mundo del deporte ni del fitness. Son comunes las ludotecas, los servicios de ayuda para el estudio o la realización de cursos de formación de actividades deportivas. En este segmento se producen alianzas por ejemplo entre los centros deportivos y empresas de restauración o nutrición. Esto último es algo que los operadores low cost están comenzando a poner en marcha, ya que es muy común que los operadores low cost tengan en sus entradas tiendas de suplementación deportiva e incluso de ropa de entrenamiento.

4. Premium

Como su nombre indica, son gimnasios que no están al alcance de todas las personas. Su factor diferenciador es la calidad del servicio que ofrecen además de la ubicación donde se encuentran los operadores de este segmento. Ofrecen servicios que los distancien del segmento medium y su cuota mensual suele estar en torno a los 100 euros. Su exclusividad, equipamiento, tratamientos, entrenamientos y tecnología más novedosa hacen que su precio pueda estar justificado.

5. Boutiques, 24 horas y gimnasios de barrio

Las tendencias en el sector se van imponiendo y están surgiendo centros de entrenamiento que se especializan en distintos ámbitos. Son comunes los centros de entrenamiento personal en diferentes disciplinas como el boxeo o el *crossfit* (disciplina que engloba varios estilos de entrenamiento, caracterizada por ejercicios funcionales de alta intensidad). La sociedad, cada vez más ocupada y con jornadas laborales también más largas, está demandando centros que tengan una gran flexibilidad horaria y por ello surgen gimnasios 24/7. El gimnasio de barrio, por el contrario, es demandado por clientes que buscan mayor cercanía y personalización, con cuotas que pueden llegar, en algunos casos, a niveles del segmento premium.

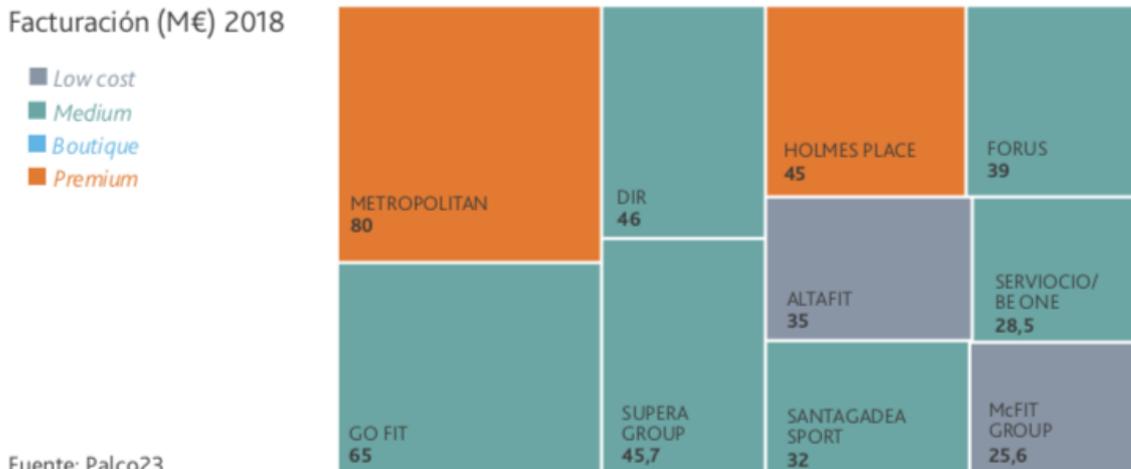


Figura 7: facturación en millones de euros de los principales operadores
Fuente: BDO, *Hacia un nuevo mapa del fitness*, 2019

Como podemos observar la facturación de los principales operadores de nuestro país está esencialmente dividida en los grupos medium, premium y low cost. Los gimnasios low cost son los que mayor número de socios tienen pero su bajo precio hace que su facturación sea menor que la de otros gimnasios que se ubican en otro segmento. Podemos decir que entre los gimnasios premium y los gimnasios medium, engloban gran parte de la facturación de los principales operadores.



Figura 8: número de socios de los principales operadores
Fuente: BDO, *Hacia un nuevo mapa del fitness*, 2019

Como hemos comentado anteriormente los gimnasios low cost son los que mayor número de socios tienen. Llama la atención que la firma que más facturación tiene (Metropolitan), es la séptima con mayor número de socios. Su estrategia de diferenciación premium le permite ser la empresa líder del mercado del fitness en nuestro país. Las tarifas por debajo de los 30 euros para los socios de los gimnasios low cost, hacen que la población elija estos gimnasios. Sin embargo, también podemos ver como los medium, también son escogidos por los españoles, aunque tengan tarifas ligeramente superiores a los low-cost.

3.2. El mercado del fitness en Europa

Para analizar la situación del mercado del fitness en Europa nos ayudaremos del informe anual del mercado del fitness que prepara Deloitte junto a Europe Active. En él, analizan la situación del sector del fitness y las principales tendencias de éste. En dicho estudio se señala que además se incluyen otros países que no forman parte de la unión europea. Estos países son: Noruega, Suiza, Rusia, Turquía y Ucrania.

Del informe de 2019, podemos extraer la conclusión de que el mercado del fitness es claramente un mercado en crecimiento. El número de socios está creciendo en casi todos los países de Europa y el número de clubes abiertos también se ha incrementado en 2018. El incremento de clubes es de un 4,6% por ciento y el incremento de miembros es del 3,5% haciendo un total de 62,5 millones de personas que son socios de un gimnasio. De toda esta población que es socia de un gimnasio, 15,4 millones son clientes de las principales 30 empresas de gimnasios de toda Europa, lo que hace que posean una cuota de mercado del 24,8% del total.

El número de clubes se sitúa en 61.984 y el total de facturación de este sector es de 27,2 billones, creciendo un 1,2% en 2018. Sin embargo, el crecimiento de 1,2% de la facturación se vio marcado por los tipos de cambio, que afectaron negativamente a los ingresos. En el estudio se señala que, con tipos de cambio constantes, el incremento hubiese sido del 3,4%.

Para añadir un dato al comentario realizado anteriormente sobre las fusiones y adquisiciones que se están produciendo en el mercado, en 2018 se produjeron 24 de estas operaciones corporativas. Este dato es el mayor desde hace seis años en la industria del fitness.

La tasa de penetración del sector en la sociedad mayor de 15 años es de 9,4%. El precio mensual se ha mantenido constante, aunque en algunos países la tasa mensual ha bajado, ya que se ha producido una expansión de los operadores de coste bajo. Los Top10 operadores del mercado poseen una cuota de mercado de 12,1%, consiguiendo un incremento en 2018 del 0,4%. El mercado por lo que podemos apreciar, sigue fragmentado y no hay un claro dominador de éste. La existencia de tantos clubes y empresas de gimnasios hacen que cada vez la competencia sea mayor en el sector, por lo que el producto cada vez debe de ir mejorando y ajustándose a las cambiantes necesidades de los clientes.

En cuanto a los países que más facturación presentan el 65% se concentra en torno a tan solo 5 países. El primero es Alemania, seguido por Reino Unido, Francia, Italia y en quinto lugar España.

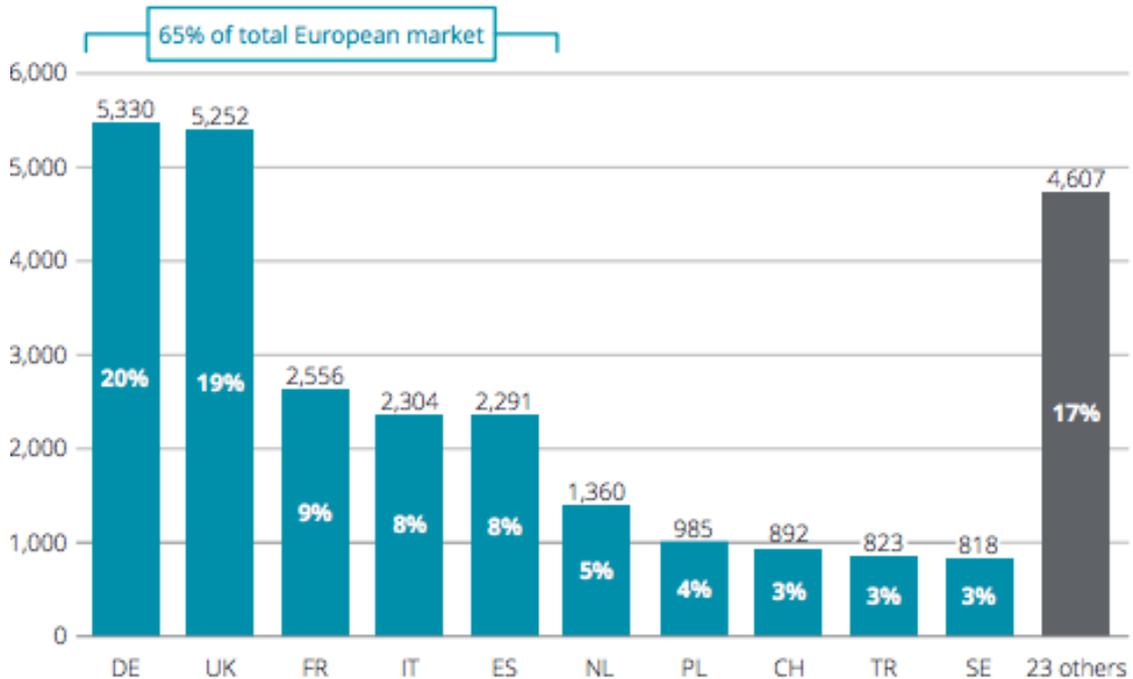
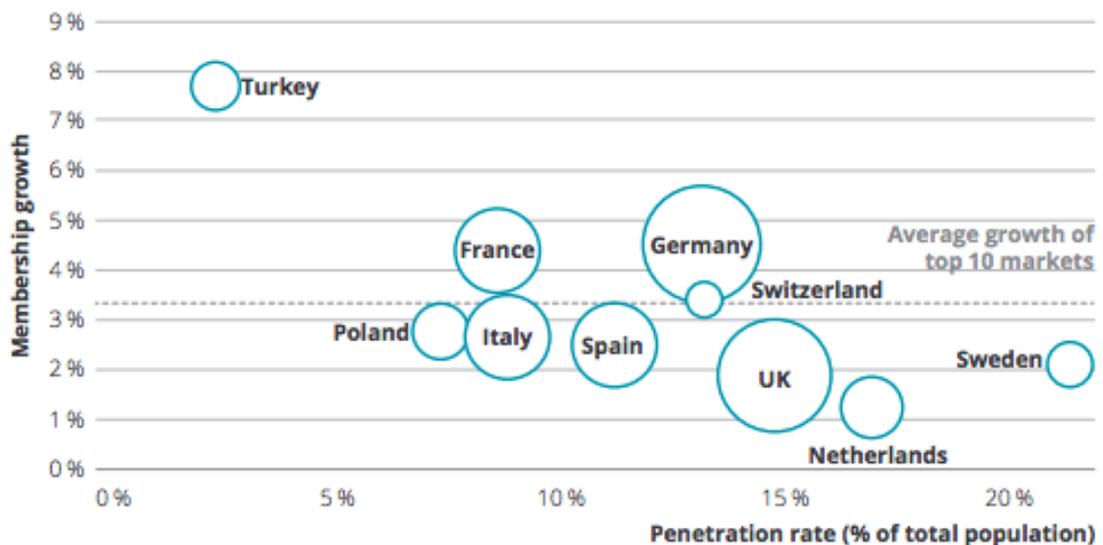


Figura 9: Top 10 mercados europeos de fitness por ingresos en millones de euros
Fuente: Deloitte y Europe Active, *European health & fitness market, 2019*

Como podemos observar son estos 5 países los que concentran la mayoría de los ingresos generados por el mercado del fitness en Europa. Cuando nos fijamos en la expansión del número de miembros en el Top 10 de mercados del fitness europeo observamos lo siguiente.



Note: Bubble size represents total membership as of 2018

Figura 10: Miembros totales, crecimiento en número de miembros y tasa de penetración en 2018 de los Top 10 mercados del fitness europeos

Fuente: Deloitte y Europe Active, *European health & fitness market*, 2019

Alemania continúa siendo el país con más número de miembros, seguido por el Reino Unido. Además, tanto Alemania como Francia son mercados donde el crecimiento en el número de miembros está por encima de la media. Este crecimiento en el número de miembros se debe a la expansión que están teniendo en estos países los gimnasios de precios bajos. Podemos observar también las diferencias existentes entre los diferentes mercados europeos. Suecia y Holanda, por ejemplo, presentan sorprendentes tasas de penetración, 21,6% en el primer caso y 17,1% en el segundo. Las causas de estas tasas de penetración tan elevadas se deben en gran medida a la gran proporción de gente activa físicamente, a la tasa de urbanización relativamente alta y por supuesto a la presencia de las cadenas de gimnasios más grandes en estos países. En el otro extremo encontramos a Turquía, un país con una tasa de penetración del 2,6% pero con un crecimiento alto en el número de socios. Sin ninguna duda un mercado de gran potencial.

3.3. El mercado del fitness en España

El mercado del fitness en España se alinea con la tónica del sector en Europa, es un sector que se encuentra claramente en crecimiento, cuyas previsiones predicen la continuación de este crecimiento. España es el quinto mercado del fitness en Europa en lo que a facturación se refiere. Además, la tasa de penetración en la sociedad es superior a la media europea desde 2015, situándose en el 11,2%.

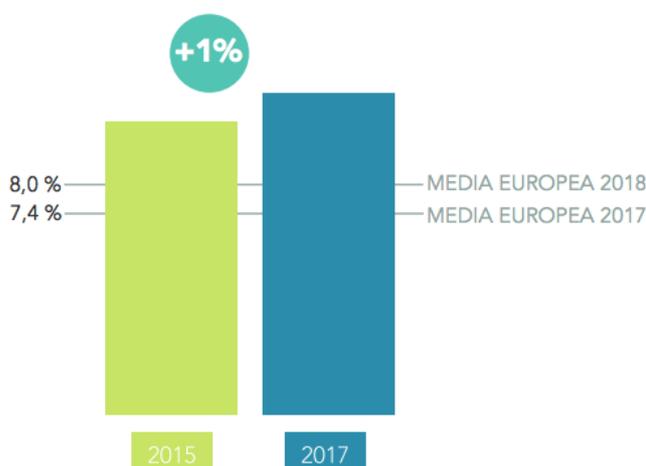


Figura 11: Tasa de penetración media Europea comparada con la española

Fuente: Lifefitness, *El mercado del fitness en España*, 2018

Continuando con lo dicho anteriormente, la tasa de penetración en la sociedad española es superior a la media europea. Además, se refuerza el hecho de ser un sector en crecimiento, existiendo un incremento de la tasa de penetración media europea de un 0,6%. La tasa de penetración española ha crecido un 1% desde 2015 y se estima que siga creciendo.

A nivel del sector, la tónica general en España es de un incremento de la facturación, pero hay diferencias en el tipo de segmento en el que se ha aumentado la facturación. En general, el 90% de los gimnasios españoles han aumentado su facturación bruta en 2017. Para llevar a cabo un estudio de la facturación según el segmento al que pertenece el gimnasio, LifeFitness realizó una encuesta entre 250 profesionales del sector donde incluía a profesionales de los distintos segmentos. Estos fueron los resultados:

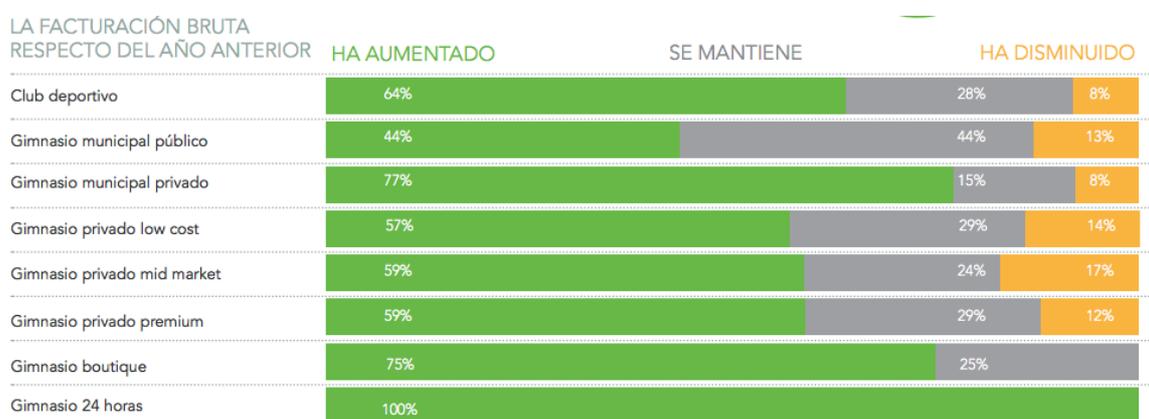


Figura 12: Evolución de facturación por segmento
Fuente: LifeFitness, *El mercado del fitness en España, 2018*

Se nos muestra que independientemente del segmento en el que se incluyen los gimnasios, el denominador común es un incremento de la facturación, superando en todos los casos al 50% de los encuestados excepto en los gimnasios municipales públicos. Sin embargo, cabe señalar que hay notables diferencias según el segmento en el que se incluyen los gimnasios. En primer lugar, destacan los Gimnasios boutique, municipales privados y 24h, siendo estos tres claramente una buena oportunidad en el sector. En segundo lugar, aunque en 2015 y 2016, los gimnasios low cost incrementaron su facturación, en 2017 tanto el modelo low cost como el medium son los modelos que más porcentaje tienen de disminución de la facturación. En lo que al número de socios se refiere, se obtuvieron los siguientes resultados:

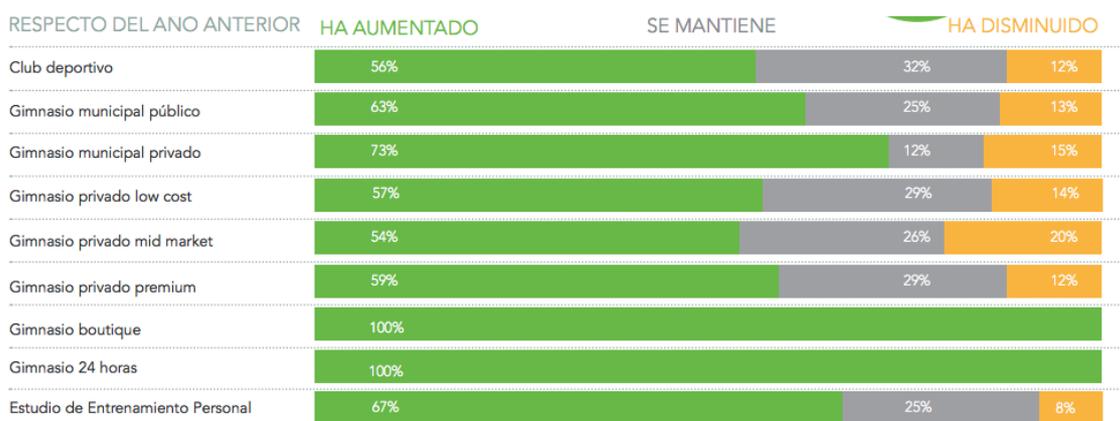


Figura 13: incremento del número de socios respecto al año anterior
Fuente: LifeFitness, *El mercado del fitness en España, 2018*

Viendo esta ilustración, claramente, confirmamos lo dicho anteriormente con respecto a los gimnasios boutique y 24h. Estos dos segmentos son los que más crecen en número de facturación y además en el 100% de los casos la han incrementado. Los gimnasios

boutique centrados en determinadas disciplinas como *crossfit*, *calisthenics* o boxeo, están creciendo a un ritmo elevado, y son, cada vez, más demandados por los clientes.

Cuando analizamos estos datos, y además contamos con que, en Europa, el mercado del fitness también se encuentra en expansión, no nos sorprenden datos como que el 89% de los encuestados por LifeFitness tenía previsto invertir en 2018.

Para finalizar con el análisis de la situación del sector en España, debemos hacer un análisis del factor más importante de los ingresos de los gimnasios, las cuotas mensuales de sus miembros. La facturación de los gimnasios depende en grandísima medida de las cuotas pagadas por sus socios. Aunque hayan surgido nuevas formas de ingresos (aplicaciones web, entrenamiento personal, fisioterapia, asesoramiento nutricional, etc) la principal fuente de ingresos siempre será la cuota de sus socios. De hecho, para el 67% de los centros, la cuota mensual de los socios significa entre un 80 y un 100% de su facturación.



Figura 14: Cuotas mensuales por segmento
Fuente: LifeFitness, *El mercado del fitness en España*, 2018

La cuota media mensual en España en 2017 fue de 39,40 euros, pero al observar la figura superior observamos las grandes diferencias que existen dentro del sector entre los diferentes modelos de negocio. Los gimnasios del segmento premium centran sus cuotas en más de cincuenta euros y son el segmento más caro de todos, con el mayor número de clubes cobrando más de 60 euros. Los gimnasios low cost, como hemos comentado anteriormente siempre centran sus cuotas en menos de 30 euros, umbral que les diferencia de otros segmentos como el medium. El gimnasio medium, el más presente en nuestro país, centra sus cuotas entre 30 y 50 euros, umbral que lo separa de un precio que ya sería considerado premium. Los clubes deportivos y los de entrenamiento personal presenta una gran heterogeneidad en sus cuotas, aunque los clubes de entrenamiento personal se sitúan en su mayoría en precios caros, inaccesibles para la mayor parte de la población.

En resumen, la situación del sector cuando tenemos en cuenta todas las variables y el crecimiento continuado que mantiene, puede considerarse favorable. Está creciendo la facturación, la penetración social, el número de clientes y cada vez la tecnología y los

cambios sociales abren la puerta a nuevas oportunidades las cuales los gimnasios pueden aprovechar. En definitiva, es un sector que no está en su etapa de madurez, está en pleno crecimiento y seguirá creciendo no solo por la mejora de los clubes y por la mejora de sus modelos de negocio, sino porque la salud es cada vez un factor más importante en la vida de las personas.

3.4 Tendencias en el mercado del fitness

Los cambios demográficos, sociales y en los hábitos de la población hacen que los gimnasios tengan que adaptarse y estar en continuo desarrollo para poder satisfacer a su clientela. Esto se presenta como un desafío a sus modelos de negocio o como una oportunidad para buscar nuevas posibilidades de ingresos. BDO nos presenta un resumen de las principales tendencias hacia las que se mueve el mundo del fitness.

1. Concentración

Como se ha comentado antes, las operaciones corporativas de fusiones y adquisiciones son cada vez más frecuentes en el mercado del fitness. La imposibilidad de encontrar inversiones a buen precio y en ubicaciones deseables hacen que el crecimiento mediante compras de otros negocios o fusiones sean la mejor manera de aumentar el tamaño.

2. Transversalidad

El ejercicio físico y la alimentación son los dos factores más importantes para tener una vida sana. Según el informe de BDO, son numerosas las aseguradoras que incluso se convierten en accionistas de las empresas de gimnasios. Las clínicas de asesoría de alimentación y nutrición también se ven favorecidas de esta tendencia. De esta forma un negocio y el otro se auxilian mutuamente, incrementando la venta cruzada de sus servicios.

3. Socialización

Como ya comentamos al hablar sobre el segmento medium, los clientes de los gimnasios quieren algo más que solo realizar ejercicio. Quieren poder ejercitarse y al mismo tiempo socializar con más personas. Muchos clubes están incluyendo diversos servicios que nada tienen que ver con el ejercicio físico. Así el club se convierte en un centro social donde acuden clientes para disfrutar de toda la gama de servicios que ofrece el club.

4. Especialización

Esto es debido a la creciente competencia dentro del sector. Ahora la especialización no se produce solo por tipos de producto (gimnasios de *crossfit* o boxeo) sino que se debe atender a las características de diferentes grupos demográficos, como las mujeres o los ancianos.

5. Nuevos clientes

Para lograr nuevos clientes los operadores aparte de centrarse en los millenials, también promocionan su imagen de marca en eventos normalmente deportivos, aunque pueden ser de cualquier tipo. McFit por ejemplo, es una marca que patrocinó muchos eventos deportivos, y fue el principal sponsor de la LoveParade hasta la tragedia.

6.Precios

La presión de los precios se va a mantener, pero no se prevé que tiendan a bajar mucho. El cliente cada vez está más dispuesto a pagar un plus si percibe un servicio de mayor calidad y que se acopla mejor a sus necesidades. El cliente demanda un producto más personalizado. Un ejemplo de la creciente personalización de los clientes es como los gimnasios cada vez incluyen diferentes tarifas, permitiendo al cliente elegir aquella que más se adapte a lo que él quiere y necesita.

7.Fiscalidad

Esta tendencia va en línea con lo expuesto en la transversalidad. Al ser un producto que favorece la salud de las personas, el sector demanda el cambio del 10% de IVA al tramo reducido. Sin embargo, el pensamiento común en el sector es que este cambio no se producirá. Por otro lado, se demandan ventajas fiscales para los que hacen ejercicio físico ya que, a largo plazo, ahorran gastos sanitarios.

8.Tecnología

Los gimnasios utilizan la tecnología como el método para relacionarse con su cliente, pero el cambio tecnológico constante y las nuevas tecnologías como el Big Data o la Inteligencia Artificial pueden suponer un incremento considerable de la eficiencia en sector.

4. Valoración de empresas

La valoración de empresas es el proceso en el cual se cuantifica los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa. Es un proceso que puede ser útil para numerosas operaciones. La más común suele ser para la compraventa de sociedades o bien para la realización de fusiones. No obstante, también puede ser utilizada por la banca a la hora de conceder crédito a una empresa y también utilizada por los analistas de bolsa para identificar acciones infravaloradas o sobrevaloradas.

Es muy importante distinguir entre el precio y el valor. El precio es lo que nos cuesta algo. Una botella de agua puede valer 1 euro, sin embargo, su valor es distinto ya que el agua nos otorga una utilidad que en determinadas situaciones puede que su valor sea superior a 1 euro. Esta diferencia es la base de una de las filosofías de inversiones más populares en el mundo, el *value investing* o inversión en valor. Su principal exponente es Warren Buffett, y una de sus frases más célebres que resume su estilo de inversión es “El precio es lo que pagas. El valor es lo que recibes”.

Es muy importante destacar que la valoración de empresas es subjetiva, ya que se deben de realizar determinados juicios de valor y se asumen algunas condiciones o elementos que no son los mismos para todos. Por tanto, al tratarse de una técnica que no es objetiva, la mejor valoración será siempre aquella que tiene menos parcialidad, y que se basa más en hechos y en datos, que en juicios personales.

La valoración de empresas es un “arte” que se puede realizar mediante distintas metodologías. La Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Zaragoza pone un ejemplo con una vaca lechera para que veamos la diversidad que existe en torno al método utilizado para valorar una empresa.

¿Cuánto vale una vaca lechera?

1. Vale lo que pagamos por ella, 1000 euros, lo que es el valor contable.
2. La vaca produce leche muy buena, ha ganado valor, vale 1200 euros, esto es el valor contable ajustado.
3. La vaca va a morir mañana y hay que venderla. Valor de liquidación.
4. Vale lo que me costó la vaca y además lo que he invertido en ella. Criterio de coste.
5. Lo que otros han pagado por vacas muy parecidas a la mía, pero no iguales. Método de comparables.
6. Dependiendo de la cantidad de leche que nos da la vaca. Calculamos los flujos de caja y obtenemos el VAN.

Como podemos ver, incluso para valorar una vaca, existen varios métodos válidos. Por tanto, no es sorprendente que, para valorar entidades bastante más complicadas, los métodos sean más variados incluso.

4.1. Razones que llevan a la valoración de una empresa

Resulta de gran importancia conocer la finalidad de una valoración, ya que, dependiendo de la misma, el valor puede cambiar. Por ejemplo, si una empresa puntera en distribución de Alemania quiere comprar una empresa española, el valor que ellos le darán con respecto al valor que le dará la propia empresa española cambiará. Esto se debe a que la empresa alemana ya tiene los medios y los canales para distribuir y eso no lo valoraría la empresa adquirida, sino que solo valoraría su marca y su presencia en el mercado. Por el contrario, la empresa española sí que valoraría sus medios y canales de distribución, lo que provocará que las valoraciones difieran y un proceso de negociación entre las partes será necesario. Del mismo modo la valoración de la empresa del caso anterior será distinta a la valoración de por ejemplo una empresa que se desea liquidar. Por tanto, la finalidad de la valoración resulta crucial para llevar a cabo la misma.

Aunque las razones que pueden motivar la valoración de una empresa son muy diversas, vamos a intentar clasificarlas en tres diferentes categorías sirviéndonos del trabajo de Pablo Soler Sanz-Ramos, en el que habla de los métodos de valoración de empresas:

1. Operaciones de mercado:

- Las operaciones compra-venta: la valoración con esta finalidad es la más frecuente. Se utiliza para proporcionar un precio máximo a pagar para el

comprador y para darle un mínimo al vendedor. Después de la valoración llega el momento de la negociación para determinar una cantidad entre estos dos umbrales.

- Valoración de empresas cotizadas: permite la compra-venta de las acciones de las compañías. Se calcula el valor de mercado de la acción, con el valor obtenido a través del método de valoración utilizado. Se buscan oportunidades de inversión a través de la búsqueda de acciones que se encuentran infravaloradas (comprar en largo) o acciones sobrevaloradas (compra en corto)
- Diversificación de la cartera: muchos son los casos de fondos de inversión que deciden ampliar su cartera a nuevos mercados con el fin de diversificar sus acciones. Los *Private Equity* por ejemplo pueden detectar oportunidades de inversión en otros países y deciden comprar una compañía con el fin de estar también expuestos a ese mercado.

2.Reestructuración de las compañías:

- Identificar cuáles son los elementos que son creadores de valor para las compañías para de ese modo poder distinguir estas de las fuentes de destrucción de valor.
- Decisiones relacionadas con la estrategia de la empresa: se realiza la valoración de la empresa, para posteriormente evaluar las posibles fusiones, adquisiciones u absorciones. Además, se utiliza para determinar que elementos de la empresa permanecen como están o cuales se potencian o se reducen. Estos elementos pueden ser, los productos, las áreas geográficas, la imagen de marca, etc.

3.Finalidad Legal: existen supuestos en los que es necesaria la realización de una valoración. Un ejemplo son las disputas sobre precios o incluso la valoración de la empresa cuando se recibe una herencia. La liquidación de la empresa también exige la valoración de la misma según la ley. Casos menos comunes pueden ser incluso la nacionalización de una empresa.

Como podemos observar, hay un amplio abanico de situaciones en las que se realiza una valoración, variando de por ejemplo la inversión en acciones infravaloradas o por ejemplo la valoración de una empresa que se realiza por la herencia o incluso porque se ha producido un divorcio.

4.2. Métodos de valoración

Existen diversos métodos de valoración de empresas, y todos son utilizados hoy en día, aunque es cierto que hay algunos que son mucho más utilizados que otros. Para el desarrollo de esta sección utilizaremos el trabajo “Métodos de valoración de empresas” (Pablo Fernández, 2008).

Debido a que hay algunos métodos que son mucho más relevantes que otros, y que además son hoy en día mucho más utilizados que otros, nos centraremos principalmente en los dos métodos de valoración que se realizaran en este trabajo.

En la siguiente Tabla, podemos ver los diferentes métodos de valoración que existen.

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES

Tabla 2: Principales métodos de valoración

Fuente: Pablo Fernández, *Métodos de valoración de empresas*, 2008

Estos son los principales métodos de valoración que existen. Sin embargo, Pablo Fernández los desglosa en 4 grandes grupos, los primeros 4. Nos centraremos en gran medida en los métodos basados en la cuenta de resultados y en los métodos basados en descuento de flujos, ya que son los que utilizaremos más adelante.

1. Métodos del Balance

Estos métodos se basan en obtener el valor patrimonial de la empresa. Los métodos de balance sostienen que una empresa vale lo que valen el conjunto de sus activos y de sus pasivos. El problema que tiene este método es muy claro, considera a la compañía como un ente inmóvil, sin considerar su evolución, ya sea negativa o positiva. No tiene en cuenta la situación macroeconómica, la situación del sector de la empresa, nuevas leyes, situación de los empleados, problemas de distribución, etc. Entre los métodos de balance encontramos el valor contable, el valor contable ajustado, valor sustancial y por último el valor de liquidación. Si pensamos en lo dicho anteriormente, los métodos de balance establecen un entorno estático, por tanto, el método de liquidación parece el más adecuado, ya que establece el valor de la compañía si cesa su actividad, lo que genera este entorno estático, la compañía vale lo que tiene hoy, ya que no va a producir nada más.

2. Métodos basados en la cuenta de resultados

Estos métodos se basan en la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa. Se sirven de una serie de múltiplos para realizar las valoraciones y estiman el valor de la empresa a partir de la magnitud de sus beneficios, de sus ventas, o de otro indicador que se encuentre en el múltiplo utilizado. Son métodos muy utilizados debido a su fácil uso y puesta en práctica rápida.

- El múltiplo más utilizado en este método es el PER (Price to Earnings Ratio), se obtiene mediante la división del precio de una acción entre el beneficio por acción o lo que es lo mismo, el total de la capitalización bursátil de la empresa entre el resultado de la misma. El precio de la acción se obtiene multiplicando el múltiplo por el resultado por acción.
- Otro múltiplo muy utilizado es el múltiplo de ventas. Similar al anterior, solo que en lugar de tener en cuenta el resultado del ejercicio, se tienen en cuenta las ventas de la empresa. El múltiplo además se puede utilizar como ventas por litro o ventas por cartón. Se trata de considerar la magnitud de las ventas en relación a otra variable importante de la compañía.
- Por último los múltiplos de EV (Enterprise Value), entre EBITDA, EBIT o Cash Flow Operativo.

- Existe otro método que no es un múltiplo como tal, pero que se incluye en este grupo. Es el método de valoración de los dividendos. Se utiliza considerando al dividendo como una perpetuidad. Se establece que el valor de la acción es lo que vale la suma de los dividendos que podemos percibir. Se divide el dividendo por acción entre el coste de capital, obteniendo así el precio de la acción. Si los dividendos vienen experimentando un crecimiento, y pensamos que va a continuar así, podemos utilizar el Gordon Growth Model, donde en el denominador le restamos la g : tasa de crecimiento del dividendo.

Es imprescindible comprender que los métodos basados en múltiplos, no tienen ninguna relevancia si no son comparados con comparables, es decir, si estos múltiplos no se comparan a empresas con características similares y del mismo sector. No podemos comparar una compañía de tecnología móvil con una compañía de servicios financieros. Además del mismo sector, se deben escoger comparables similares en cuanto a área geográfica, cifra de negocio, número de empleados o volumen de activos, etc.

3. Métodos basados en el fondo de comercio

El fondo de comercio o goodwill, es un valor que tiene la empresa por encima del valor contable de sus activos. Hace referencia a elementos que no están en la contabilidad pero que, no obstante, son muy importantes para una compañía. Algunos de estos elementos son la imagen de marca, su liderazgo en el sector, la confianza de los consumidores, su cartera de clientes principales, su percepción de líder por parte de la sociedad, o la percepción que sus clientes tienen de sus productos. Imaginemos por ejemplo la marca BMW. Cuando pensamos en la marca BMW, en sus productos, sean cuales sean, ya le damos un plus de calidad, ya sabemos que están realizados con mayor calidad que el resto. Su marca, además, la dotamos de un carácter distinto al de Mercedes Benz. Son competidores a nivel de precio y de calidad, pero, sin embargo, Mercedes tiene la imagen de marca de ser más lujosa y BMW más deportiva y atrevida. Esto que acabamos de describir es el fondo de comercio, algo que es inherente a una compañía, y que definitivamente tiene un valor, aunque no se encuentre reflejado en sus estados financieros.

Los métodos de fondo de comercio se llaman métodos mixtos porque parten del valor contable, o del contable ajustado (estático), pero le añaden dinamismo porque intentan cuantificar el valor que se generará en el futuro.

A grandes rasgos se estima el valor total de su patrimonio y posteriormente se le añade una cantidad extra que corresponde a sus beneficios futuros estimados.

4. Métodos basados en el descuento de flujos

Este método es el más utilizado dentro del ámbito de la valoración de empresas. Se utiliza típicamente para estimar el valor de empresas cuyos beneficios pueden resultar predecibles. Se basan en la obtención de los flujos de caja de la empresa y por tanto, en la capacidad que tiene la empresa de generar efectivo. Para realizar la valoración se proyectan los flujos de caja en un horizonte temporal y posteriormente se descuentan

al presente mediante una tasa de descuento de la que hablaremos después. A estos flujos de caja descontados, le añadiremos el valor residual obtenido y de esta forma se completa la valoración.

El cálculo realizado para el descuento de flujos es el siguiente:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Figura 15: Ecuación descuento de flujos
Fuente: investopedia, 2019

CF: Cash Flow

r: tasa de descuento, WACC

Si comparamos este método con el de múltiplos, por ejemplo, nos damos cuenta rápidamente de que se trata de un método más difícil y en el que se emplea más tiempo. En este método, resulta necesario el conocimiento del sector, del entorno económico y de la empresa analizada, así como su evolución a lo largo de los últimos años, ya que los flujos de caja descontados serán proyecciones en el futuro. Es un modelo que se debe realizar de forma concienzuda y sistemática y consta de los siguientes pasos:

- Estimación de los flujos de caja libres futuros en el periodo del horizonte temporal
- Elección y cálculo de la tasa de descuento utilizada
- Cálculo del valor residual de la empresa en el año n
- Realizar el descuento de los flujos de caja y del valor residual
- Sumar el valor del descuento de los flujos y del valor residual, obteniendo el valor de la empresa en cuestión

Este método se basa en el descuento de los flujos de caja, por tanto, debemos añadir que existen distintos flujos de caja y que para el descuento de cada uno de estos flujos de caja es necesario un tipo de tasa de descuento distinta. Pablo Fernández los agrupa de la siguiente forma:

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
CFac. Flujo de fondos para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. Flujo de fondos para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. Flujo de fondos libre (<i>free cash flow</i>)	WACC. Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)
CCF. <i>Capital cash flow</i>	WACC antes de impuestos

Tabla 3: Tipos de flujos de caja y tasas de descuento
Fuente: Pablo Fernández, *Métodos de valoración de empresas*, 2008

Como podemos observar hay varios tipos de flujos de caja, y si quisiésemos descontar cada uno de ellos, debido a sus características, tendríamos que escoger una tasa de descuento distinta en cada caso concreto. A continuación, mostraremos cuales son las características concretas de cada flujo de caja y además daremos una explicación con la

fórmula sobre como calcularlo. Nos apoyaremos en las explicaciones de Aurelio García del Barrio, director del MBA con especialización en finanzas del Instituto de Estudios Bursátiles, acerca de los distintos cash flows.

- 1.FCF (Free Cash Flow)

Los free cash flow se calculan para obtener los fondos que genera una compañía independientemente del método de financiación que utilice. No incluye los efectos de la deuda ni tampoco del escudo fiscal que esta genera. Por tanto, es un cálculo en el que se asume que toda la empresa está financiada por sus accionistas. Se calcula con la base después de impuestos, antes de la deducción de gastos financieros por intereses, etc. Se calcula la tasa impositiva sobre el EBIT para así evitar el efecto del método de financiación de la empresa. Se utiliza el EBIT y no el EBITDA, porque las amortizaciones y depreciaciones que tiene la empresa son un gasto, pero no son un pago de efectivo. El resultado, por tanto, nos enseña la cuantía de fondos a disposición de la empresa para poder pagar su deuda con los acreedores y a sus accionistas.

Si quisiésemos calcular el FCF utilizaríamos la siguiente fórmula:

$$FCF = EBIT - \text{tasa impositiva (sobre EBIT)} + \text{amortizaciones y depreciaciones} - CAPEX \text{ (Capital Expenditure)} - CWC \text{ (Change in Working Capital)}$$

- 2.Flujo de caja para los accionistas

El flujo de caja para los accionistas se calcula para obtener los fondos de los que disponen los accionistas de la empresa, después de haber cumplido ésta con sus obligaciones con los acreedores. Por tanto, se obtiene a partir del FCF, restando al FCF tanto los pagos de principal como los pagos de intereses de la deuda. Es importante incluir en el pago de intereses el escudo fiscal, ya que esta parte nos la estamos ahorrando en el impuesto de sociedades. También debemos sumar a la ecuación la nueva deuda que se haya contraído, ya que es dinero que está disponible para ser repartido a los accionistas. Resumiendo, la ecuación del flujo de caja para los accionistas es la siguiente:

$$CFac = FCF - \text{Principales pagados} + \text{nueva deuda} - (\text{intereses} (1 - \text{tasa impositiva}))$$

- 3.Capital Cash Flow

Este flujo de caja, se define como la suma de los fondos totales que existen para los inversores. Es la suma de los cash flows que perciben los accionistas y los cash flows que perciben los acreedores. Es decir, los fondos disponibles para accionistas, los cambios a niveles de deuda y la devolución de intereses que se haya producido. El Capital Cash Flow se puede obtener también a través del FCF.

Para ello, debemos de sumarle al FCF el escudo fiscal, ya que como hemos comentado anteriormente el FCF no tiene en cuenta el método de financiación.

La ecuación del CCF es la siguiente:

$$CCF = FCF + (\text{intereses} * \text{tasa impositiva})$$

- 4. Flujo de fondos para la deuda

Este flujo simplemente es la cantidad que se devuelve a los acreedores. La cantidad no es más que sumar los pagos de principal más los intereses abonados.

Aunque hemos visto que hay diversos tipos de flujos, el FCF es el más importante de todos, ya que a partir de él se pueden obtener los demás. Además, es el que representa la capacidad de la empresa para generar fondos, independientemente de su método de financiación. Por ello en este trabajo y en la mayor parte de las valoraciones por descuento de flujos que se realizan, el FCF es el flujo utilizado.

Con los flujos ya explicados, ya hemos abordado una parte de la ecuación del método de descuento de flujos de caja. Ahora nos falta la segunda parte, la obtención de la tasa de descuento.

La tasa de descuento que se utiliza en el descuento de los FCF se denomina WACC (Weighted Average Cost of Capital) o en castellano CMPC (Coste Medio Ponderado del Capital). Es un coste medio ponderado porque tiene en cuenta la estructura financiera de la empresa, esto es, tiene en cuenta si la empresa se financia más a través de terceros o a través de inversores en acciones.

Para hacer el cálculo de WACC nos servimos de la siguiente ecuación:

$$WACC = Ke * (E/(E+D)) + Kd * (1-t) * (D/(E+D))$$

Ke: rentabilidad exigida por accionistas

E: patrimonio neto

D: deuda

Kd: coste de la deuda

t: tasa impositiva del impuesto de sociedades

Como podemos ver, en cada sumando, se tiene en cuenta la proporción primero de patrimonio neto y el coste del mismo, y en el segundo sumando, la proporción de la deuda en el total de la estructura financiera de la empresa multiplicado por el coste de la deuda. De este modo se obtiene un coste de capital que responde a la estructura financiera de cada empresa, ya que el coste de la deuda no es el mismo que la rentabilidad requerida por los accionistas. La rentabilidad requerida por los accionistas siempre es mayor que el coste de la deuda porque tiene más riesgo la inversión en

acciones de la empresa que ser acreedor, ya que en situación de liquidación o de concurso de acreedores, los accionistas son los últimos en recibir su parte.

Para obtener las proporciones basta con observar el balance de la empresa que estemos valorando en cuestión. Para el coste de la deuda, podemos hacer un ratio rápido que nos proporciona este dato, no obstante la rentabilidad exigida por los accionistas es un dato más complicado de extraer y del cual hay muchas teorías acerca de cómo obtenerla. En este trabajo vamos a obtenerla a partir del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) que explicaremos a continuación.

5.The Capital Asset Pricing Model

El modelo CAPM es un modelo financiero utilizado mundialmente para obtener la rentabilidad exigida por los accionistas, *cost of equity* en inglés. Es un modelo que relaciona el retorno de una determinada acción con el riesgo sistemático de la misma. El riesgo sistemático de un activo, es el riesgo no diversificable, el riesgo de que el retorno de la acción fluctúe con el mercado. No se incluye el riesgo sistémico porque está demostrado que en una cartera con unos 30 activos este desaparece. Según CFA Institute, a partir de 30 activos, aunque diversifiquemos más la cartera, nuestro riesgo sistemático no bajará, será por tanto un riesgo no diversificable, aunque sí que es posible reducirlo con activos que no se encuentren relacionados con el mercado. Dicho esto, veamos la ecuación del modelo CAPM

$$ER_i = R_f + \beta (ER_m - R_f)$$

ER_i: rentabilidad exigida por los accionistas (*expected return of the asset*)

R_f: retorno del activo libre de riesgo

β: beta de la inversión

ER_m: retorno esperado del mercado

Ahora explicaremos los elementos de la ecuación para clarificar los resultados del modelo. Por un lado, tenemos el activo libre de riesgo, esto es, un activo sin riesgo actualmente, por ejemplo, un bono alemán a 10 años o un T-Bill estadounidense. Por otro lado, tenemos el retorno esperado del mercado, expresa el retorno del mercado en general, podríamos por ejemplo utilizar para inversiones en España, el índice IBEX 35 o para inversiones en Estados Unidos, el índice S&P 500 o el DJIA 30. La resta del retorno esperado del mercado con el retorno del activo libre de riesgo se denomina prima de riesgo. Mide el retorno que puede obtener el mercado al asumir cierto nivel de riesgo. Por último, nos encontramos la beta, un parámetro muy utilizado a nivel mundial por todos los analistas. Mide la correlación que tiene la inversión con el mercado, o, dicho de otro modo, la sensibilidad del retorno del activo al retorno del índice utilizado, es una medida estandarizada de la covarianza del retorno del activo con el del mercado. Nos sirve en pocas palabras para identificar claramente el nivel de riesgo de un activo. Una beta superior a 1 indica que el activo es de más riesgo que el mercado, por el contrario, una beta menos que uno nos indica que se trata de un activo de menos riesgo que el mercado. Una beta igual a 1 fluctúa con el mercado, puede ser el caso, por ejemplo, de

los fondos indexados o ETFs de índices bursátiles, tan de moda hoy en día. El parámetro beta se estima realizando la regresión de los retornos del activo a analizar con los del mercado. Al realizar la regresión, la pendiente de la línea de regresión es el parámetro beta.

El modelo CAPM como cualquier otro modelo, parte de una serie de suposiciones que presentaremos a continuación a partir de las explicaciones de los libros de CFA Institute.

- 1. Aversión al riesgo: sigue la máxima de que, en el mundo de las inversiones, para aceptar un mayor riesgo, se requiere un mayor retorno esperado.
- 2. Maximización de la utilidad de los inversores: dependiendo del perfil de los inversores, las carteras varían según las combinaciones deseadas de riesgo y retorno.
- 3. Mercados sin fricción: no existen impedimentos a la compra-venta de acciones, ni impuestos ni comisiones.
- 4. Horizonte de inversión homogéneo: todos los inversores tienen el mismo horizonte de inversión.
- 5. Las expectativas de los inversores son las mismas: todos los inversores esperan los mismos retornos, desviaciones típicas, y correlaciones en sus activos.
- 6. Activos divisibles: todos los activos se pueden dividir en las partes deseadas.
- 7. Mercados competitivos: nos indica que los inversores no pueden influenciar los precios del mercado, estos son los que son y los inversores no tienen ningún poder sobre el precio de mercado.

Aunque el modelo CAPM nos indica que un activo con una baja beta es menos volátil que el mercado, es muy importante entender que significa esta baja beta en el contexto de una cartera. Aunque un activo tenga una baja beta, si consideramos el riesgo total (riesgo sistémico+riesgo sistemático), no es necesariamente un activo de bajo riesgo. Su contribución al riesgo de una cartera bien diversificada puede ser baja. No obstante, si tuviésemos solo ese activo, su riesgo total puede ser muy alto. Un ejemplo muy claro puede ser el de una compañía farmacéutica que se dedica a desarrollar nuevos medicamentos. Esta compañía puede tener un riesgo sistemático muy bajo, pero puede ser un activo de carácter muy especulativo y con retornos muy variables, ya que depende en gran medida del éxito o fracaso de la firma en sí.

Por último, el modelo CAPM nos puede ayudar a identificar activos sobrevalorados o activos infravalorados. Activos cuyo retorno esperado es menor que el retorno requerido obtenido por el modelo CAPM, pueden indicarnos que el activo está de alguna manera sobrevalorado. Por el contrario, activos cuyo retorno esperado es mayor al obtenido por el modelo CAPM, nos puede indicar la existencia de un activo infravalorado.

6.La empresa McFit

Como se ha comentado anteriormente, la empresa McFit es una sociedad creada en Alemania que opera en varios países de Europa, incluidos España, donde actualmente tiene una filial, siendo esta parte del negocio, en la que nos centraremos.

McFit se dedica a la gestión y administración de sus gimnasios y es el líder del sector a nivel europeo. En España cuenta ya con 36 establecimientos, cifra que se planea incrementar en los próximos años, ya que la marca llevaba algún tiempo sin enfocarse en nuevas aperturas, sino que se centraron en la mejora de las instalaciones ya existentes en el territorio español. Se trata de una firma muy establecida en Europa y la que mayor número de socios tiene debido a su estrategia de precios bajos y una buena calidad tanto en sus servicios como en las instalaciones que tiene. Es la comunidad fitness más grande de Europa por su mayor número de establecimientos, los horarios de apertura son prolongados y las opciones de entrenamiento que ofrece a sus clientes son muy variadas y para todos los gustos. Los gimnasios McFit son establecimientos muy amplios y muy grandes, donde nada más entrar, se distingue rápidamente la imagen que la marca quiere transmitir, la gran cantidad de máquinas, la calidad de éstas, así como su novedad además de su decoración típica, distinguen a McFit de otros de sus competidores low-cost.

La marca da muchísima importancia a la ubicación y diseño de sus establecimientos. Tanto es así que en su página web te describen como deben ser los lugares que alquilan para que se decidan a establecer un McFit. Algunos de los criterios son:

- 1. Área de captación de clientes: McFit solo establece gimnasios en áreas densamente pobladas o con gran afluencia de personas. Es complicado ver un McFit en una población pequeña, siempre están en las ciudades o en poblaciones con gran número de habitantes.
- 2. Edificio: el lugar donde se sitúe el gimnasio debe ser claramente visible y establecido en calles o lugares muy frecuentados. En Valencia el Mcfit del parque de Ademuz se encuentra en una de las autovías más frecuentadas de Valencia.
- 3. Un espacio mínimo de 1300 metros cuadrados para empezar. Además, en algunas localidades buscan lugares de dos pisos, con conexión entre ellos o que la construcción de la conexión sea realizable.
- 4. Una sala limpia y alta, con 3 metros de altura.
- 5. Se requieren normalmente 80 plazas de parking.
- 6. Dependiendo del horario de apertura, requieren que en aquellos que se encuentran en centros comerciales, el acceso a sus horas de apertura esté permitido.
- 7. El lugar donde se localice el gimnasio debe tener cerca posibilidades de publicidad, así como la colocación de carteles cercanos para atraer a los clientes.

Para una marca de gimnasios “low cost”, el establecimiento es muy importante, ya que necesitan de una amplia clientela y a la vez, de un espacio limpio y agradable para los clientes, para que les siga atrayendo entrenar en sus instalaciones.

La marca McFit forma parte del grupo RSG Group, fundada por el mismo creador que McFit, en el cual también están marcas de gimnasios de otras características como John Reed. Cada marca tiene sus propias características, no obstante, sin ninguna duda, McFit es la más grande de todas. El creador de McFit creó RSG Group para que no todas sus marcas se asociaran con McFit, puesto que se tratan de ideas muy distintas.

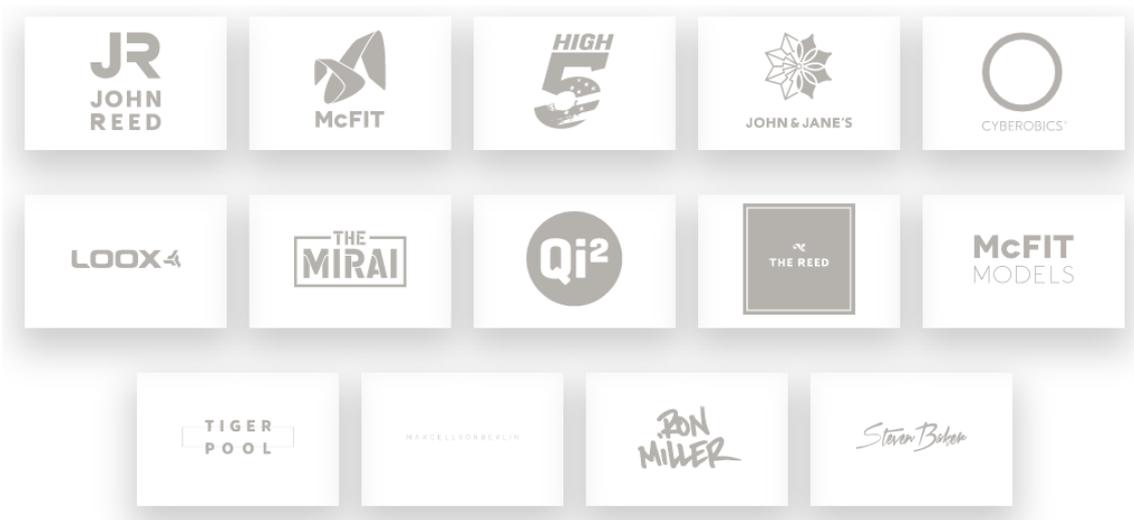


Figura 16: Marcas del grupo RSG
Fuente: RSG Group, 2019

Dentro de la marca McFit, son varios los servicios que nos encontramos, así como los distintos tipos de entrenamiento que podemos realizar. Dentro de los gimnasios nos encontramos con el clásico entrenamiento de pesas, máquinas y mancuernas, además de una gran cantidad de máquinas destinadas a hacer ejercicios cardiovasculares. En estos casos el cliente puede gestionar su entrenamiento por su cuenta o bien contar con la ayuda de los monitores del gimnasio, que, dependiendo de sus objetivos le ayudarán a conseguirlos mediante la combinación de una serie de ejercicios. Este entrenamiento ha sido el clásico durante toda la historia de los gimnasios, pero ahora la sociedad está demandando clases conjuntas, con más gente, donde un monitor ayuda transmitiendo motivación. Es aquí donde McFit ha realizado un gran esfuerzo. El catálogo de diferentes clases que podemos realizar en McFit es muy diverso. Hay clases para todo tipo de personas, edades y necesidades. Sus diferentes clases se dividen en cuatro grandes grupos que son fortalecimiento, fuerza, resistencia y relajación. Dentro de cada categoría encontramos distintos entrenamientos:

Fortalecimiento

En esta categoría los ejercicios se centran en una o varias partes del cuerpo, para dotarlas de mayor fuerza y resistencia. Nos encontramos con tres entrenamientos:

- Sixpack: un entrenamiento de 30 minutos enfocado puramente en ejercicios de abdominales y de espalda lumbar, para mejorar la zona media del tronco.
- Espalda Sana: utilizada para superar problemas de movilidad y mejorar la estabilidad del tronco.
- GAP (Glúteos Abdomen y Piernas): trabaja las tres zonas de su nombre.

Fuerza

Aquí encontramos entrenamientos que se hacen para aumentar la masa muscular y ganar fuerza en nuestros músculos. Son entrenamientos centrados en la hipertrofia ganada al trabajar con pesos.

- Pump'n Shape: 60 minutos de duro ejercicio, con sentadillas, ejercicios de abdominales, remos, pesos muertos o flexiones.
- Total Body Workout: un entrenamiento intenso en el que se trabaja cada parte del cuerpo.

Resistencia

Ejercicios enfocados al aguante, a la mejora cardiovascular y a la bajada de los porcentajes de grasa en el cuerpo.

- Strong By Zumba: entrenamiento al ritmo de la música. Se realiza un entrenamiento cardiovascular mientras se desarrolla una coreografía de baile.
- Quemagrasas: entrenamiento de alta intensidad que eleva el ritmo cardíaco y hace quemar muchas calorías.
- Body Fight: combinación de todos los estilos de lucha con el fin de quemar calorías, un entrenamiento muy duro.
- Zumba Fitness: Más enfocado a la coreografía, diferentes tipos de baile de cualquier índole.
- HIIT (High Intensity Interval Training): trabajo de todo el cuerpo a una gran intensidad. Utilizada para quemar grasa y calorías a la vez que haces un entrenamiento de fuerza y de potencia. Es un entrenamiento muy de moda porque permite hacer una gran cantidad de ejercicio en poco tiempo, resultando ideal para aquellas personas con las agendas más apretadas.
- Latino Dance: mismo estilo que el zumba, pero basado puramente en la combinación de estilos de baile latinos.

Relajación

Ejercicios de flexibilidad y estiramiento, de poca intensidad, ideales para relajarse.

- Yoga: entrenamiento completamente funcional. 60 minutos de clase enfocadas a la mejora de la fuerza, la flexibilidad y el control corporal.
- Pilates: rutina de ejercicio para descansar mental y físicamente. Entrenamiento utilizado para liberar las tensiones del día.

Como podemos ver, la gama de productos y de servicios que nos ofrece no es corta. Gracias a esto es por lo que consigue retener y conseguir a su clientela, porque tiene servicios interesantes y apropiados para un gran abanico de clientes, de todas las edades, géneros, gustos y características físicas. La imagen del gimnasio clásico está cambiando día a día y McFit lo sabe, es por ello que cada vez incorpora nuevas actividades y diferentes métodos de entrenamiento, para ser siempre novedosos y estar a la vanguardia de la tecnología en su sector.

7. Análisis económico-financiero

El análisis que vamos a realizar nos permitirá entender la realidad financiera en la que se encuentra la empresa. Desarrollaremos un análisis de su situación patrimonial, su situación de liquidez y de endeudamiento, su cuenta de pérdidas y ganancias y sus

rentabilidades. Para ello nos apoyaremos en numerosas ocasiones en diferentes ratios que nos ilustrarán acerca de lo sucedido en la empresa desde finales de 2013 hasta finales de 2017.

7.1 Situación patrimonial

Las tres masas patrimoniales son el activo, el pasivo y el patrimonio neto. El balance de McFit a lo largo del periodo que analizaremos es el siguiente:

Activo	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2013 EUR
Activo no corriente	45995792,87	48270141,35	53675261,95	52657690	47224270,25
Inmovilizado inmaterial	116426,73	119629,73	139924,73	161488,08	28869,64
Inmovilizado material	43270445,61	45869188,66	51816826,06	50928734	46140647,21
Otros activos fijos	2608920,53	2281322,96	1718511,16	1567468,2	1054753,399
Activo corriente	1895444,12	2809547,67	923376,85	1842127,5	5179899,55
Existencias	69351,95	66514,72	54022,93	92362,68	105251,82
Deudores	374382,74	440544,99	225054,61	565274,22	1988325,76
Otros activos líquidos	1451709,43	2302487,96	644299,31	1184490,6	3086321,97
Tesorería	1056764,6	1940496,69	507126,8	872776,38	2260133,22
Total activo	47891236,99	51079689,02	54598638,8	54499817	52404169,8
patrimonio neto y pasivo					
Patrimonio neto	40951993,86	32716133,25	17233758,67	1727138	-321497,47
Capital suscrito	1313811	1196166	1000060	500030	500030
Otros fondos propios	39638182,86	31519967,25	16233698,67	1227108	-821527,47
Pasivo no corriente	2036675,98	12971032,28	31282728,9	46837729	42392728,9
Acreedores a L. P.	2036675,98	12971032,28	31282728,9	46837729	42392728,9
Otros pasivos fijos					
Provisiones					
Pasivo corriente	4902567,15	5392523,49	6082151,23	5934950,6	10332938,37
Deudas financieras	98141,96	0	0	7069,52	8485,84
Acreedores comerciales	0	17572,26	17594,36	8957,07	35294,88
Otros pasivos líquidos	4804425,19	5374951,23	6064556,87	5918924	10289157,65
total pasivo	6939243,13	18363555,77	37364880,13	52772679	52725667,27
Total pasivo y capital propio	47891236,99	51079689,02	54598638,8	54499817	52404169,8

Tabla 4: Balance de situación (2013-2017)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

Para poder llevar a cabo un análisis vertical del balance y poder distinguir que partidas son las más importantes en la composición patrimonial de la empresa hemos preparado un balance con la importancia relativa de cada partida en el total del mismo.

Activo	31/12/2017	%	31/12/2016	EUR	%	31/12/2015	%	31/12/2014	EUR	%	31/12/2013	%
Activo no corriente	45995793	96,0%	48270141,35	94,5%	53675262	98,3%	52657689,94	96,6%	47224270	90,1%		
Inmovilizado inmaterial	116426,73	0,2%	119629,73	0,2%	139924,73	0,3%	161488,08	0,3%	28869,64	0,1%		
Inmovilizado material	43270446	90,4%	45869188,66	89,8%	51816826	94,9%	50928733,67	93,4%	46140647	88,0%		
Otros activos fijos	2608920,5	5,4%	2281322,96	4,5%	1718511,2	3,1%	1567468,19	2,9%	1054753,4	2,0%		
Activo corriente	1895444,1	4,0%	2809547,67	5,5%	923376,85	1,7%	1842127,51	3,4%	5179899,6	9,9%		
Existencias	69351,95	0,1%	66514,72	0,1%	54022,93	0,1%	92362,68	0,2%	105251,82	0,2%		
Deudores	374382,74	0,8%	440544,99	0,9%	225054,61	0,4%	565274,22	1,0%	1988325,8	3,8%		
Otros activos líquidos	1451709,4	3,0%	2302487,96	4,5%	644299,31	1,2%	1184490,61	2,2%	3086322	5,9%		
Tesorería	1056764,6	2,2%	1940496,69	3,8%	507126,8	0,9%	872776,38	1,6%	2260133,2	4,3%		
Total activo	47891237	100,0%	51079689,02	100,0%	54598639	100,0%	54499817,45	100,0%	52404170	100,0%		
patrimonio neto y pasivo												
Patrimonio neto	40951994	85,5%	32716133,25	64,0%	17233759	31,6%	1727137,96	3,2%	-321497,5	-0,6%		
Capital suscrito	1313811	2,7%	1196166	2,3%	1000060	1,8%	500030	0,9%	500030	1,0%		
Otros fondos propios	39638183	82,8%	31519967,25	61,7%	16233699	29,7%	1227107,96	2,3%	-821527,5	-1,6%		
Pasivo no corriente	2036676	4,3%	12971032,28	25,4%	31282729	57,3%	46837728,9	85,9%	42392729	80,9%		
Acreeedores a L. P.	2036676	4,3%	12971032,28	25,4%	31282729	57,3%	46837728,9	85,9%	42392729	80,9%		
Otros pasivos fijos												
Provisiones												
Pasivo corriente	4902567,2	10,2%	5392523,49	10,6%	6082151,2	11,1%	5934950,59	10,9%	10332938	19,7%		
Deudas financieras	98141,96	0,2%	0	0,0%	0	0,0%	7069,52	0,0%	8485,84	0,0%		
Acreeedores comerciales	0	0,0%	17572,26	0,0%	17594,36	0,0%	8957,07	0,0%	35294,88	0,1%		
Otros pasivos líquidos	4804425,2	10,0%	5374951,23	10,5%	6064556,9	11,1%	5918924	10,9%	10289158	19,6%		
Total pasivo y capital pro	47891237	100,0%	51079689,02	100,0%	54598639	100,0%	54499817,45	100,0%	52404170	100,0%		

Tabla 5: balance en términos relativos (2013-2017)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

Como podemos observar, en la actualidad la partida más importante dentro del activo es el inmovilizado. Dentro de éste, destaca el inmovilizado material. Al estar analizando una empresa dedicada a la apertura y gestión de gimnasios, esto es lo normal en su sector, ya que los principales de estas empresas son tanto sus clubes como las máquinas de entrenamiento que hay en sus instalaciones. El activo corriente apenas tiene un peso del 4% del activo, ya que al no ser un negocio de venta de productos o servicios, no posee ni existencias ni tampoco otorga créditos a sus clientes.

Cuando analizamos la evolución del activo, podemos observar que no ha existido un gran cambio en su distribución. Desde el inicio la empresa McFit realizó una gran inversión en el territorio español y desde entonces ha ido manteniendo sus clubes. Podemos decir que el activo se ha mantenido constante a lo largo de los 5 años estudiados.

Es en el pasivo y en el patrimonio neto donde se observan grandes cambios. Actualmente la empresa se encuentra financiada en un 85,5% por sus accionistas. Además, observamos como el pasivo corriente tiene más peso que el pasivo no corriente. La evolución de la empresa en este apartado es muy interesante, se aprecia claramente un cambio en el método de financiación utilizado por la empresa. Se observa como año a año la deuda de la empresa ha ido disminuyendo, de ser una entidad financiada totalmente por terceros a ser una empresa con un 85,5% de patrimonio neto. Esto se debe principalmente a que, en el comienzo de su actividad, McFit tuvo que pedir varios préstamos que ha ido pagando los años siguientes. En 2013 los acreedores a largo plazo formaban el 80,9% del balance mientras que ahora solo constituyen un 4,3%. Claramente extraemos de esta evolución del balance que McFit pidió financiación a terceros para poder hacer las grandes inversiones en activo fijo que realizó, y posteriormente, fue devolviendo esas obligaciones.

En cuanto al fondo de maniobra, es negativo durante todos los años que nos ocupan.

	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2013 EUR
Activo corriente	1895444,12	2809547,67	923376,85	1842127,5	5179899,55
Pasivo corriente	4902567,15	5392523,49	6082151,23	5934950,6	10332938,37
Fondo de maniobra	-3007123,03	-2582975,82	-5158774,38	-4092823	-5153038,82

Tabla 6: Fondo de maniobra (2013-2017)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

No obstante, que el fondo de maniobra sea negativo no es en absoluto sorprendente. En primer lugar, porque los gimnasios no almacenan ninguna existencia, pues no venden productos sino servicios y, en segundo lugar, porque los clientes de los gimnasios pagan prácticamente de inmediato o a los pocos días después de inscribirse. Por tanto, no se genera ningún crédito con los clientes. El periodo medio de cobro en 2017 fue de 6 días, por lo que no pensamos que el fondo de maniobra negativo sea preocupante, ya que se trata de lo habitual en empresas de este sector.

7.2 Situación de liquidez

La situación de liquidez de la empresa está estrechamente relacionada con lo dicho anteriormente sobre el fondo de maniobra. La liquidez se define como la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus obligaciones más inmediatas con sus activos más líquidos, es decir, se trata de determinar si el activo corriente de la empresa puede cubrir el pasivo corriente de la misma.

	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2013 EUR
liquidez	0,386622776	0,521007961	0,151817476	0,310386326	0,501299762
ratio de disponibilidad	0,215553315	0,359849464	0,083379512	0,147057059	0,21873093
periodo medio de cobro	6,453292639	8,294026149	4,737307663	16,07936129	104,5736609

Tabla 7: ratios de liquidez (2013-2017)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

El ratio de liquidez nos indica si la empresa es capaz de cubrir sus obligaciones a corto plazo con su activo corriente. Los valores superiores a 1 indican una situación en la que la empresa es capaz de hacer frente a sus pasivos corrientes mediante sus activos más líquidos. El valor ideal está considerado como 1,5, es decir, cubrir todo el pasivo corriente y un 50% más, sin embargo, se debe de tener en cuenta siempre el tipo de negocio con el que nos encontramos. Como hemos comentado anteriormente, el fondo de maniobra de una empresa de gimnasios será en su gran mayoría negativo, por tanto, el ratio de liquidez difícilmente superará el valor de 1, ya que valores por encima de 1 indican un fondo de maniobra positivo. El periodo de cobro tan corto que tiene la compañía, así como el tipo de negocio que es, nos indican que la empresa no tiene problemas de liquidez.

No hemos calculado el ratio de tesorería porque es innecesario, ya que la empresa carece de existencias. No obstante, sí que hemos calculado el ratio de disponibilidad pues nos indica la capacidad de la entidad para hacer frente a obligaciones a corto plazo solo con su liquidez más inmediata, el efectivo, eliminando existencias y créditos comerciales. El valor ideal para este ratio se sitúa entre 0,2 y 0,3. Observamos como McFit se encuentra en este rango en la mayoría de los años analizados, por lo que nos

reafirmamos aún más en que la empresa no tiene problemas de liquidez, sino que las cifras vienen derivadas directamente del tipo de actividad que realiza.

7.3 Situación de endeudamiento

Los distintos ratios que vamos a utilizar para analizar la situación de endeudamiento, los vamos a dividir en tres grupos. En primer lugar, los ratios que nos informan acerca del volumen de deuda (endeudamiento, autonomía y solvencia), en segundo lugar, los que nos indican la calidad de la deuda (ratio de calidad de la deuda) y por último, aquellos que identifican la carga financiera de la deuda, es decir, los gastos financieros (gastos financieros sobre ventas y ratio de coste de la deuda).

	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2013 EUR
endeudamiento=deuda/pasivo total	0,14	0,36	0,68	0,97	1,01
autonomía=patrimonio neto/deuda total	5,90	1,78	0,46	0,03	-0,01
solvencia= activo/pasivo	6,90	2,78	1,46	1,03	0,99
calidad=deuda corto plazo/deuda total	0,71	0,29	0,16	0,11	0,20
gastos financieros/ventas	0,02	0,05	0,11	0,08	0,12
kd	5,73%	6,53%	6,39%	2,40%	1,96%

Tabla 8: ratios de endeudamiento (2013-2017)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

El ratio de endeudamiento nos indica la cantidad de recursos provenientes de financiación de terceros. En otras palabras, indica el porcentaje de financiación proveniente de terceros. No es aconsejable que supere el valor de 0,5, pues eso significaría que la empresa se financia en más del 50% a través de terceros. En McFit, podemos ver una clara evolución de este ratio hacia una situación más favorable. En sus primeros años en España, McFit era una compañía muy endeudada (100% de la financiación), sin embargo, la situación claramente mejora con el paso del tiempo hasta convertirse hoy en día en una empresa que se financia ella misma (85% de financiación proveniente de recursos propios).

El ratio de autonomía indica exactamente lo mismo que el ratio de endeudamiento, la gran mejora en la situación patrimonial de McFit. Siendo el patrimonio neto actualmente casi seis veces la deuda de la empresa.

El ratio de solvencia indica como la empresa es capaz de hacer frente a todos sus pasivos mediante sus activos. El ratio debe ser mayor que uno, y próximo a dos. En el caso de McFit, vemos como la empresa está en una situación de gran solvencia, pues con sus activos es capaz de afrontar casi 7 veces todos sus pasivos.

El ratio de calidad de la deuda nos informa acerca de la composición de la deuda. Se considera deuda de mayor calidad aquella que vence en más tiempo, es decir, los pasivos no corrientes, ya que la empresa tiene más tiempo para generar los recursos necesarios para pagarla. Aquí podemos ver cómo, en teoría, la calidad de la deuda ha disminuido con los años en McFit, pero se trata de una conclusión errónea, ya que al tener tan poca deuda a largo plazo (ha pagado la mayor parte de los préstamos utilizados para financiar la apertura de los gimnasios) hace que este ratio empeore. La deuda a corto plazo se ha mantenido prácticamente constante en el balance, pero la

deuda a largo plazo se ha reducido casi en su totalidad, por tanto, los resultados de este ratio no nos resultan preocupantes.

Dividiendo los gastos financieros entre las ventas (datos de la cuenta de pérdidas y ganancias), obtenemos el ratio de gastos financieros sobre ventas. El ratio nos indica cuanto tiene que pagar la empresa por financiarse a través de terceros para producir las ventas que genera. Se observa, igual que en los otros ratios, una situación de mejoría de la compañía, que ha reducido considerablemente sus gastos financieros y además, ha aumentado en gran medida sus ventas.

El coste de la deuda=kd es el cociente de la división entre gastos financieros y deuda con coste. Así obtenemos el precio que está pagando la empresa por financiarse a través de recursos ajenos. Además, es un ratio importante para valorar el poder de negociación de los gerentes, ya que un coste de la deuda demasiado elevado puede significar un interés excesivo por parte del banco. Aquí podemos apreciar que se ha incrementado el coste de la deuda, pero esto es debido a un descenso enorme del pasivo con coste, ya que los gastos financieros también han disminuido en gran medida.

En resumen, la situación de endeudamiento ha mejorado muchísimo con el tiempo. McFit ha pasado de ser una empresa totalmente endeudada, a ser una empresa con solo un 15% de deuda en su balance. Podemos afirmar que se ha convertido en una empresa solvente.

7.4 Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias

Mediante el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias comprobaremos la evolución de la actividad de la empresa. Comprobaremos cuáles son sus principales gastos e ingresos, observando la evolución de los mismos. Para ello nos serviremos de un análisis vertical, de los ratios de expansión y de las TCAC de los elementos que componen la cuenta de pérdidas y ganancias.

	31/12/2017 %	31/12/2016 1%	31/12/2015 1%	31/12/2014 1%	31/12/2013 1%
Ingresos de explotación	26943237	24635262	21221613	15545378	8435114,9
descuentos y bonificaciones sobre ventas	-1321257	-1176607	-240208,7	-19054,99	-37741,56
Importe neto Cifra de Ventas	25621980 100,00%	23458655 100,00%	20981405 100,00%	15526323 100,00%	8397373,3 100,00%
materiales	-454149,3 -1,77%	-399677,1 -1,70%	-362623,7 -1,73%	-320980,9 -2,07%	-200972,1 -2,39%
gastos de personal	-6523038 -25,46%	-6974643 -29,73%	-7070164 -33,70%	-6021852 -38,78%	-4397345 -52,37%
amortización	-8380919 -32,71%	-7895264 -33,66%	-7495565 -35,72%	-6365019 -41,00%	-3386548 -40,33%
otros gastos de explotación	-13598629 -53,07%	-11698766 -49,87%	-13159262 -62,72%	-12539298 -80,76%	-8956747 -106,66%
Resultado de Explotación	-3334755 -13,02%	-3509696 -14,96%	-7106210 -33,87%	-9720827 -62,61%	-8544239 -101,75%
Ingresos financieros	129,24 0,00%	4013,52 0,02%	2513,68 0,01%	4154,58 0,03%	2128,8 0,03%
Gastos financieros	-397428,6 -1,55%	-1197265 -5,10%	-2386297 -11,37%	-1263846 -8,14%	-1031443 -12,28%
Resultado financiero	-397299,3 -1,55%	-1193252 -5,09%	-2383784 -11,36%	-1259691 -8,11%	-1029314 -12,26%
Result. ordinarios antes Impuestos	-3732054 -14,57%	-4702947 -20,05%	-9489993 -45,23%	-10980519 -70,72%	-9573553 -114,01%
Impuestos sobre sociedades					
Resultado Actividades Ordinarias	-3732054 -14,57%	-4702947 -20,05%	-9489993 -45,23%	-10980519 -70,72%	-9573553 -114,01%
Resultado del Ejercicio	-3732054 -14,57%	-4702947 -20,05%	-9489993 -45,23%	-10980519 -70,72%	-9573553 -114,01%
EBIT	-3334755 -13,02%	-3509696 -14,96%	-7106210 -33,87%	-9720827 -62,61%	-8544239 -101,75%
EBITDA	5046164 19,69%	4385568,5 18,69%	389355,65 1,86%	-3355808 -21,61%	-5157691 -61,42%

Tabla 9: cuenta de pérdidas y ganancias (2013-2017)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

	2017/2016	2016/2015
ventas	1,092	1,118
otros gastos de explotación	1,162	0,889
gastos de personal	0,935	0,986
amortizaciones	1,062	1,053
EBIT	0,950	0,494
gastos financieros	0,332	0,502
Resultado financiero	0,333	0,501
EBITDA	1,151	11,264

Tabla 10: Ratios de expansión de la cuenta de pérdidas y ganancias

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	CAGR
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	
ventas	25621980,34	23458654,62	20981404,54	15526323,14	8397373,34	32,17%
otros gastos de explotación	-13598629,43	-11698765,75	-13159261,5	-12539298	-8956747,13	11,00%
gastos de personal	-6523037,64	-6974643,3	-7070163,66	-6021852,3	-4397344,99	10,36%
amortizaciones	-8380919,06	-7895264,4	-7495565,15	-6365019,22	-3386548,34	25,42%
EBIT	-3334755,089	-3509695,889	-7106209,5	-9720827,28	-8544239,22	-20,96%
gastos financieros	-397428,58	-1197265,08	-2386297,47	-1263845,89	-1031442,73	-21,21%
Resultado financiero	-397299,34	-1193251,56	-2383783,79	-1259691,31	-1029313,929	-21,18%
EBITDA	5046163,971	4385568,511	389355,65	-3355808,06	-5157690,88	

Tabla 11: principales cuentas de PyG y TCAC (2013-2017)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

Lo primero que nos llama la atención es el resultado del ejercicio negativo que ha tenido todos los años. Sin embargo, debemos realizar este análisis teniendo muy presente la evolución de la compañía, ya que se aprecia una tendencia positiva en la entidad.

Es muy significativo el incremento de las ventas durante el periodo analizado. Con una TCAC del 32,17% y un incremento el último año del 9,2%. Dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias no hay ninguna otra cuenta que presente esta evolución. Sin duda, un dato que nos muestra como McFit está progresivamente penetrando en el mercado del fitness español.

Los gastos más importantes de la empresa son los que se engloban en otros gastos de explotación. Dentro de estas partidas se encuentran los contratos de arrendamiento, los pagos por mantenimiento y reparaciones, publicidad y gastos de luz y agua. McFit basa parte de su negocio en el alquiler de locales y su posterior explotación, lo que justifica que este gasto sea tan alto. Además, a medida que las ventas de la entidad crecen, los gastos en luz y agua, las reparaciones y la publicidad que hace McFit también se incrementan. Sin embargo, vemos como su ritmo de crecimiento es mucho menor que el de las ventas, con un TCAC del 11%, además, su importancia relativa con respecto a las ventas también se ha visto reducida.

Las amortizaciones constituyen un elemento importante en la cuenta de resultados, ya que, al hacer tantas inversiones en activo fijo, la dotación anual a la amortización se va incrementando. Nos obstante, es importante señalar que la amortización es un gasto y no un pago, por lo que su efecto en la capacidad de generación de efectivo en la empresa será nulo. Vemos como su TCAC es de 25,42 a lo largo del periodo analizado, siendo el gasto que más se ha incrementado.

Los gastos de personal se han mantenido constantes en los últimos ejercicios, con una reducción en el último año. Solo experimentaron un crecimiento de 2013 a 2014 pero posteriormente se han mantenido entre 6 y 7 millones de euros.

En cuanto al EBIT, observamos una clara mejoría. Su TCAC ha sido de -20,96% (El EBIT se ha hecho menos negativo) y en el último año también ha mejorado, pero, sobre todo en 2016 mejoró en más de un 50%. La tendencia del EBIT es claramente positiva ya que como se puede apreciar, las ventas crecen a un ritmo superior a los gastos de la empresa, lo que provocará que el EBIT vaya aumentando cada vez más año tras año. El EBITDA, un dato muy significativo a la hora de analizar la capacidad potencial de la empresa para generar efectivo, nos muestra una perspectiva muy buena, en pocas palabras, nos indica que, sin las dotaciones a amortización, la empresa estaría generando más de 5 millones de beneficio de explotación con sus actividades ordinarias. Además, su crecimiento durante el periodo analizado es constante, un 15% este último año.

Aunque puede parecer preocupante que la empresa no haya generado aún resultados positivos, los datos al analizar la cuenta de pérdidas y ganancias nos hacen ser optimistas. La evolución positiva de McFit es innegable, y no tendremos que esperar mucho tiempo para comenzar a ver resultados positivos.

7.5 Rentabilidad económica y financiera

La rentabilidad económica mide el rendimiento de los activos de la empresa independientemente de su forma de financiación. Esto último se tendrá en cuenta cuando calculemos la rentabilidad financiera. La rentabilidad económica consta de dos principales ratios que se multiplican entre sí, el ratio de rotación del activo y el margen de ventas.

	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2013 EUR
rotación de activo	0,535003519	0,459256019	0,384284397	0,284887615	0,160242464
margen de ventas	-0,130152121	-0,149611985	-0,338690831	-0,62608689	-1,017489507
rentabilidad económica	-6,96%	-6,87%	-13,02%	-17,84%	-16,30%

Tabla 12: rentabilidad económica (2013-2017)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

Aquí podemos observar la tónica de la compañía y su progresiva mejora. A lo largo del periodo que nos ocupa la rentabilidad económica ha ido aumentando, y, aunque negativa, ya hemos explicado en el apartado de pérdidas y ganancias a que se deben estos resultados negativos. La rotación del activo viene mejorando año a año ya que las ventas aumentan todos los ejercicios mientras que el activo se mantiene constante. El margen de ventas también mejora. El último dato de rentabilidad es menor que el del año anterior porque las ventas crecieron en gran medida comparadas con el incremento del EBIT.

La rentabilidad financiera es el rendimiento que perciben los inversores, es decir, el beneficio obtenido por cada euro invertido.

Para analizar la rentabilidad financiera nos apoyaremos en la conocida fórmula de Dupont. Esta ecuación puede realizarse de dos formas. Ambas dan el mismo resultado, pero la diferencia radica en que la primera forma (3 partes) desglosa menos la composición de la rentabilidad que la segunda. Por tanto, utilizaremos la fórmula de Dupont de 5 partes (4 partes si contamos el apalancamiento financiero como una).

Las diferentes partes que forman el ratio son la rotación del activo, el margen de ventas, el apalancamiento financiero y el efecto fiscal.

	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2013 EUR
rotación del activo	0,535003519	0,459256019	0,384284397	0,284887615	0,160242464
margen de ventas	-0,130152121	-0,149611985	-0,338690831	-0,62608689	-1,017489507
apalancamiento financiero (A/PN)*(BAI/BAII)	1,308775114	2,092121561	4,23087025	35,64409915	-182,6366948
efecto fiscal	1	1	1	1	1
rentabilidad financiera	-9,11%	-14,38%	-55,07%	-635,76%	2977,80%

Tabla 13: rentabilidad financiera (2013-2017)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

Tanto la rotación del activo como el margen de ventas se han comentado en apartado anterior por lo que no los analizaremos ahora. En primer lugar, observamos como el apalancamiento financiero se ha ido reduciendo considerablemente, llegando al 1,30, esto nos parece correcto ya que los niveles de patrimonio neto de la entidad han incrementado muy considerablemente. Tanto el incremento del patrimonio neto, reducción sustancial de la deuda, así como la carga financiera de ésta son los factores que impulsan la reducción del apalancamiento financiero. En cuanto al efecto fiscal, en la base de datos SABI nos encontramos con que no existe ninguna cantidad imputada al impuesto de sociedades. Al tratarse de resultados negativos entendemos que la carga fiscal debe de ser o bien nula o positiva para la entidad, en este caso, es nula (valor de 1).

Si además de utilizar la fórmula de Dupont, utilizamos el clásico ratio para obtener la rentabilidad financiera (Resultado del ejercicio/Patrimonio neto), entendemos la causa de la mejoría de esta. Un aumento del patrimonio neto importante y un resultado del ejercicio que, aunque sigue siendo negativo, está mejorando cada año.

7.6 Conclusiones del análisis económico-financiero

Tras realizar los diferentes apartados correspondientes al análisis económico-financiero de McFit, podemos extraer una serie de conclusiones:

- Existe una clara mejoría en la situación patrimonial de la empresa. La composición de su balance invita a unas previsiones y a un futuro mucho mejor que el que tenía antes.
- La empresa ha cambiado radicalmente sus fuentes de financiación. De financiarse completamente a través de fondos ajenos, a ser una empresa con un 85% de patrimonio neto. El modelo de negocio de la empresa exigía este endeudamiento por parte de la empresa que, progresivamente, ha ido pagando, hasta prácticamente cubrir su totalidad, mejorando sustancialmente su

autonomía. Este cambio ha provocado la disminución del apalancamiento financiero y de la carga financiera.

- Aunque pueda parecer que la empresa presenta problemas de liquidez, no es así, ya que es su modelo de negocio lo que hace que nos encontremos con esos datos. Además, su ratio de tesorería se encuentra actualmente en un rango óptimo.
- Las ventas son, dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias, la partida que más aumenta. Tan solo las amortizaciones crecen a un ritmo similar al de las ventas, no obstante, estas amortizaciones son resultado de las grandes inversiones en activo fijo que realiza la empresa para acabar de asentarse en el mercado, necesarias para este tipo de negocio.
- El EBIT, EBITDA y el Resultado presentan una mejoría año tras año. Es el caso también de las rentabilidades tanto económica como financiera.

En resumen, la mejora de McFit es más que evidente. La apertura de una empresa dedicada al mundo de los gimnasios es una inversión claramente a largo plazo, debido principalmente a las grandes inversiones que se deben realizar durante los primeros años de vida de la empresa. Cabe añadir, que las inversiones en activo fijo van a ir viéndose reducidas, ya que la marca se va asentando en el mercado y es cada vez más difícil encontrar ubicaciones que cumplan las condiciones de la empresa. No tenemos ninguna duda de que a la empresa McFit le espera un buen futuro y que no tardará mucho en ver como sus resultados y rentabilidades se convierten en positivas.

8. Valoración de Mcfit por el método de descuento de flujos de caja

La valoración mediante el método de descuento de flujos de caja constará de varias partes. Estableceremos el horizonte temporal, calcularemos la tasa de descuento, estimaremos los flujos de caja libres en el futuro y el valor residual de la empresa y, por último, sumaremos estos dos valores y obtendremos el valor de la empresa.

8.1 Establecimiento del horizonte temporal.

Vamos a considerar un horizonte temporal de 6 años, ya que en ese periodo se reflejará el progresivo aumento de ventas y la mejora de la situación económica y financiera que viene experimentando McFit. Además, estos seis años reflejan la entrada en un nuevo ciclo económico de una pequeña desaceleración global en la economía.

8.2 Cálculo de la tasa de descuento.

La determinación de la tasa de descuento es fundamental a la hora de estimar el valor de McFit. Es la tasa con la que actualizaremos los flujos de caja libres al presente, y la que utilizaremos para calcular el valor residual de la empresa. Realizar correctamente su cálculo es de vital importancia para que los resultados sean adecuados y realistas.

Como hemos comentado anteriormente, utilizaremos el CMPC (Coste Medio Ponderado de Capital) o WACC en inglés (Weighted Average Cost of Capital). El cálculo se realizará con la siguiente ecuación:

$$WACC = Ke * (E/(E+D)) + Kd * (1-t) * (D/(E+D))$$

Ke: rentabilidad exigida por accionistas

E: patrimonio neto

D: deuda

Kd: coste de la deuda

t: tasa impositiva del impuesto de sociedades

Aquí observamos porque se conoce a esta tasa de descuento como media ponderada, porque realiza la ponderación de los dos métodos de financiación utilizados por la empresa.

A continuación, iremos calculando uno a uno los elementos de la ecuación del CMPC, explicando los pasos necesarios que hemos realizado para obtenerlos. En primer lugar, es necesario calcular el peso del pasivo y del patrimonio neto sobre el total.

	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2013 EUR
Patrimonio neto	40951993,86	32716133,25	17233758,67	1727137,96	-321497,47
pasivo	6939243,13	18363555,77	37364880,13	52772679,49	52725667,27
total	47891236,99	51079689,02	54598638,8	54499817,45	52404169,8
%Patrimonio neto	85,51%	64,05%	31,56%	3,17%	-0,61%
%Pasivo	14,49%	35,95%	68,44%	96,83%	100,61%
media patrimonio neto	36,74%				
media pasivo	63,26%				

Tabla 14: Peso de Patrimonio Neto y del Pasivo (2013-2017)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

Aunque la media de los últimos 5 años indica que el peso del pasivo es superior al activo, utilizaremos los datos del último año para calcular el CMPC, ya que refleja el progresivo incremento de patrimonio neto en McFit.

Una vez tenemos los pesos de estas dos masas patrimoniales, debemos obtener el coste de ambos métodos de financiación, el coste de la deuda, y la rentabilidad exigida por los inversores. Para el cálculo del coste de la deuda dividimos los gastos financieros entre la deuda con coste de la empresa.

coste de la deuda	31/12/2017 EUR	31/12/2016 EUR	31/12/2015 EUR	31/12/2014 EUR	31/12/2013 EUR
gastos financieros	397428,58	1197265,08	2386297,47	1263845,89	1031442,73
pasivo con coste	6939243,13	18345983,51	37347285,77	52763722,42	52690372,39
kd	5,73%	6,53%	6,39%	2,40%	1,96%

Tabla 15: Coste de la deuda (2013-2017)

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

El dato que utilizaremos es el de 2017, el más ajustado a la realidad actual de la empresa.

Kd=5,73%

Una vez calculado el coste de la deuda debemos calcular el coste de financiación de los recursos propios, es decir, la rentabilidad exigida por los inversores. Para ello utilizamos el modelo CAPM que hemos explicado con detalle anteriormente. Recordamos la ecuación del modelo:

$$ER_i = R_f + \beta (ER_m - R_f)$$

ER_i: rentabilidad exigida por los accionistas (*expected return of the asset*)

R_f: retorno del activo libre de riesgo

β: beta de la inversión

ER_m: retorno esperado del mercado

Ahora calculamos uno por uno los elementos de la ecuación del modelo CAPM.

Retorno del activo libre de riesgo

El retorno del activo libre de riesgo es la rentabilidad que genera un activo que se considera de riesgo cero. Ejemplos de este tipo de activos son los bonos del estado o las letras del tesoro.

En nuestro caso vamos a utilizar la media de la rentabilidad de los bonos españoles a diez años en los últimos 5 años. Las rentabilidades que utilizaremos son del mercado primario, ya que, en el mercado secundario esta rentabilidad es anormalmente baja debido a las políticas monetarias expansivas, como el quantitative easing, que está llevando a cabo el BCE para lograr su objetivo de inflación.

R_f = 2,36%

Beta

El coeficiente beta fue explicado con detalle en el apartado destinado a la explicación del modelo CAPM. A modo de recordatorio, la beta mide la covarianza del retorno del activo con el retorno del mercado.

Para la obtención de la beta, hemos realizado la media entre las betas de las empresas punteras en el mundo del fitness en Estados Unidos y en Reino Unido. Estas empresas son Planet Fitness en Estados Unidos y Gym Group en Reino Unido. Ambas son líderes en su área geográfica, al igual que lo es McFit en Europa.

beta	
Planet fitness	0,57
Gym Group	0,68
Media	0,625

Tabla 16: coeficiente beta

Fuente: elaboración propia

Prima de riesgo (ER_m-R_f)

La prima de riesgo se define como la diferencia entre el retorno esperado del mercado con el retorno del activo libre de riesgo.

Para nuestros cálculos, nos hemos basado en la prima de riesgo calculado por Pablo Fernández en 2019 para España.

$$E_{R_m} - R_f = 6,4\%$$

Una vez que ya disponemos de todos los elementos de la ecuación del modelo CAPM, obtenemos el valor de la rentabilidad exigida por los inversores.

$$K_e = 6,36\%$$

Por último, ya con todos datos calculados para obtener el CPM y asumiendo que el tipo impositivo es del 25% (tipo general), sustituimos en la ecuación.

$$K = 5,94\%$$

8.3 Proyecciones financieras

Esta es la parte subjetiva de la valoración y la causa es porque resulta muy complicado encontrar un consenso acerca del valor de una empresa. Depende de la persona que valora la empresa el considerar unos crecimientos o unas disminuciones en sus proyecciones financieras.

Es aquí donde juegan un papel muy importante los conocimientos acerca de la compañía como pueden ser entender sus productos, su situación financiera, sus ventajas competitivas con respecto a sus competidores, etc. Pero también es fundamental contar con una perspectiva sectorial. Es por ello que hemos realizado un análisis profundo del sector, para comprender sus tendencias y la evolución del mismo. Para clarificar estas ideas pondremos un ejemplo rápido y claro. No es lo mismo valorar una empresa del sector del fitness, un sector en constante crecimiento, que una empresa del sector de alquiler de DVDs, claramente en fase de declive.

Las proyecciones que vamos a realizar partirán del crecimiento anual de cuatro variables, las ventas, los gastos de personal, otros gastos de explotación y la inversión en capital fijo, muy importante en el sector que nos ocupa. Estas proyecciones las hemos realizado tras analizar la evolución que ha seguido la empresa desde su entrada en el mercado español, observando las tendencias de misma y sirviéndonos de algunos hechos que han sido compartidos por la empresa en cuanto a su estrategia.

Para obtener los Flujos de caja libres, seguimos estos pasos:

FCF

EBIT

tax Ebit

Beneficio neto descontando impuestos

Dotación de amortización

Flujo de caja bruto

Capital corriente

Cambios en el capital corriente

Capital expenditures

Free Cash Flow

Figura 17: descomposición flujos de caja

Fuente: elaboración propia

EBIT: Earnings Before Interests and Taxes. El BAII, el resultado de las actividades ordinarias de la empresa.

Tax EBIT: impuesto sobre el EBIT. El 25% de impuesto sobre el EBIT.

Amortización: la dotación anual que hace la empresa a la amortización.

Cambios en el capital corriente (cambios en el fondo de maniobra): variación de la diferencia entre activo corriente y pasivo corriente.

Capital Expenditures: Inversiones en activo fijo. Son las inversiones que realiza la compañía en activos no corrientes, normalmente en nuestro caso nuevas instalaciones o mejora de sus gimnasios.

Proyección de la cifra de ventas

Teniendo en cuenta la evolución de las ventas de McFit, observamos un gran incremento desde la creación de la empresa. Las ventas han crecido desde 2013 con una tasa anual compuesta del 31%, por lo que estimamos que las ventas van a seguir creciendo en el futuro. Además, el sector, como hemos comentado a largo de este trabajo, se encuentra en fase de crecimiento, por lo que asumir un crecimiento de las ventas nos parece lo más adecuado. No obstante, la situación de incertidumbre económica actual y la posible entrada en una recesión económica, hacen que no seamos tan optimistas en cuanto al crecimiento de las ventas y lo situemos en el 3%. Este aumento de la cifra de negocio sería el más bajo desde la introducción de McFit en España, pero preferimos ser más conservadores en nuestra valoración para poder evitar en el futuro cualquier tipo de sorpresas.

Proyección de otros gastos de explotación

Se trata de la cuenta de gasto de mayor cantidad, ya que dentro de ella se incluye el gasto por arrendamientos y consumos de luz y agua. En una empresa de gimnasios, que también basa parte de su negocio en alquilar locales en lugar de comprarlos, entendemos que este gasto debe de ser muy elevado y, en efecto, lo es. Por tanto, al considerar que McFit va a continuar expandiéndose en España, y, teniendo en cuenta el crecimiento de las ventas que hemos asumido, estimamos que estos gastos crecerán a un ritmo del 2% anual.

Proyección de los gastos de personal

Los gastos de personal estarán estrechamente relacionados con el nivel de crecimiento de la empresa, ya que la contratación de nuevos empleados será debida principalmente a apertura de nuevos centros. No sería necesario contratar a más empleados sin abrir nuevas instalaciones y además los sueldos pagados por McFit no son elevados. Por tanto, el incremento de los gastos de personal que hemos seleccionado es del 2%.

Proyección de la dotación a la amortización y de las inversiones en capital fijo

Para la dotación a la amortización del año 2018 hemos utilizado el gasto del año 2017 y le hemos sumado el porcentaje de amortización proveniente de las inversiones en capital fijo del año 2018. Para los siguientes años, seguimos exactamente el mismo proceso. Hemos seleccionado que la empresa realiza inversiones en capital fijo de 3.500.000 anuales. Es una cifra menor que la que ha hecho la empresa los últimos años, no obstante, sabemos que McFit en 2018 no realizó nuevas aperturas, sino que destino sus inversiones a mejorar el modelo de negocio y a establecerse mejor en el territorio español. Cabe añadir que el ritmo de inversiones en activo fijo de McFit no se va a mantener en el tiempo, ya que, al tratarse de una empresa de gimnasios, los primeros años debe realizar una gran cantidad de inversión en activo fijo, una cifra que disminuye cuando la marca consigue establecerse en el mercado.

8.4 Descuento de los flujos de caja

Con estas proyecciones tenemos los siguientes gastos para los próximos 6 años.

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
ventas	26.390.640	27.182.359	27.997.830	28.837.765	29.702.898	30.593.984
otros gastos de explotación	-13.870.602	-14.148.014	-14.430.974	-14.719.594	-15.013.986	-15.314.265
gastos de personal	-6.653.498	-6.786.568	-6.922.300	-7.060.746	-7.201.961	-7.346.000
amortizaciones	-8.730.919	-9.080.919	-9.430.919	-9.780.919	-10.130.919	-10.480.919
EBIT	-2.864.380	-2.833.143	-2.786.363	-2.723.494	-2.643.968	-2.547.200

Tabla 17: proyecciones financieras

Fuente: elaboración propia

A partir del EBIT, utilizando el esquema que hemos explicado anteriormente, podemos obtener los flujos de caja libres de la empresa.

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
ventas	26.390.640	27.182.359	27.997.830	28.837.765	29.702.898	30.593.984
otros gastos de explotación	-13.870.602	-14.148.014	-14.430.974	-14.719.594	-15.013.986	-15.314.265
gastos de personal	-6.653.498	-6.786.568	-6.922.300	-7.060.746	-7.201.961	-7.346.000
amortizaciones	-8.730.919	-9.080.919	-9.430.919	-9.780.919	-10.130.919	-10.480.919
EBIT	-2.864.380	-2.833.143	-2.786.363	-2.723.494	-2.643.968	-2.547.200
EBIT TAX	859.314	849.943	835.909	817.048	793.190	764.160
cash flow	-2.005.066	-1.983.200	-1.950.454	-1.906.446	-1.850.778	-1.783.040
amortizaciones	8.730.919	9.080.919	9.430.919	9.780.919	10.130.919	10.480.919
Flujo de caja bruto	6.725.853	7.097.719	7.480.465	7.874.473	8.280.142	8.697.879
cambios en el capital circulante	148.212	148.212	148.212	148.212	148.212	148.212
inversiones en capital fijo	3.500.000	3.500.000	3.500.000	3.500.000	3.500.000	3.500.000
FCF	3.374.065	3.745.931	4.128.676	4.522.685	4.928.353	5.346.091

Tabla 18: cálculo de los flujos de caja libres
Fuente: elaboración propia

Con los flujos de caja y la tasa de descuento disponibles, realizamos el descuento de los flujos de caja. Recordamos la ecuación utilizada para ello.

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

CF: Cash Flow

r: tasa de descuento, WACC

El valor del descuento de los flujos de caja de la empresa McFit es de **21.061.494,50€**.

8.5 Valor residual de la empresa

Para obtener el valor residual, utilizamos el Gordon Growth Model. Se basa en la siguiente ecuación:

$$V_r = \frac{Q_n(1+i)}{(r-i)(1+r)^n}$$

Figura 18: Gordon Growth model

Fuente: investopedia, 2019

V_r: valor residual

Q_n: último flujo de caja

r: tasa de descuento

i: crecimiento estimado

n: años de proyección del valor residual

Hemos asumido un crecimiento estimado del 1,7% ya que como hemos explicado, se está observando una desaceleración económica que está provocando que las expectativas de crecimiento de los países se encuentren a la baja. Por tanto, el 1,7% para España, uno de los países de Europa que presenta mayor crecimiento económica, nos parece correcto.

El valor residual hemos decidido proyectarlo 5 años.

El valor residual de la empresa es **72.105.274,14€**.

8.6 Valor de la empresa

El valor de McFit es la suma del valor del descuento de los flujos de caja libres más el del valor residual de empresa. Por tanto el valor de McFit es de **93.166.768,64**

9. Valoración por múltiplos

Este método lo hemos utilizado para dar validez al valor obtenido en el método de descuento de flujos de caja.

La valoración por múltiplos, se basa en la comparación de la empresa analizada con una serie de empresas a las que denominamos comparables. Estos comparables son empresas de su mismo sector, dimensión y actividad desempeñada. La aplicación del método nos permitirá estimar un rango entre el cual la valoración mediante el descuento de flujos de caja debe encontrarse.

Los comparables que hemos seleccionado para nuestra valoración son:

- Gym Group PLC
- Planet Fitness
- Parques Reunidos Servicios Centrales

Al no existir empresas de gimnasios cotizadas en España, nos hemos visto obligados a escoger empresas cotizadas de otros países, Gym Group PLC en Reino Unido y Planet Fitness en Estados Unidos. Ambas, al igual que McFit, son cadenas de gimnasios low-cost, y son líderes en la mayor parte del terreno donde operan. Adicionalmente, hemos seleccionado Parques Reunidos Servicios Centrales porque se incluye dentro del mismo sector (deporte fitness y entretenimiento) y opera en la misma área geográfica.

Los múltiplos de valoración que hemos seleccionado para nuestra valoración son:

	P/Sales	EV/EBITDA	EV/Sales
Gym Group PLC	2,72	11	3,09
Planet Fitness	12,61	29,97	12,7
Parques Reunidos	1,96	9,34	2,75

Tabla 19: múltiplos de valoración

Fuente: elaboración propia a partir de datos de bloomberg.com

P/Sales: Precio/Ventas. Este múltiplo divide la capitalización bursátil de la compañía entre sus ventas.

EV/EBITDA: Valor de la empresa/EBITDA. Compara las sociedades en relación a su capacidad potencial de generar efectivo a partir de sus actividades de explotación.

EV/Sales: Valor de la empresa/Ventas. Compara las compañías a través de una visión más amplia ya que considera las ventas, no obstante, no tiene en cuenta los márgenes de las compañías en cuestión.

Una vez, tenemos los múltiplos de valoración de las empresas comparables, debemos aplicar estos múltiplos a la empresa que deseamos valorar, obteniendo un valor máximo y mínimo, indicándonos el rango de valoración.

	P/Sales	EV/EBITDA	EV/Sales
Planet Fitness	323.093.172,09	151.233.534,21	325.399.150,32
Parques Reunidos	50.219.081,47	47.131.171,49	70.460.445,94

Tabla 20: valor de las empresas según múltiplos

Fuente: elaboración propia a partir de datos de bloomberg.com

	P/Sales	EV/EBITDA	EV/Sales
Máximo	322.345.133,26	151.233.534,21	325.399.150,32
Mínimo	49.471.042,64	47.131.171,49	70.460.445,94

Tabla 21: rangos de valoración por múltiplos.

Fuente: elaboración propia a partir de datos de bloomberg.com

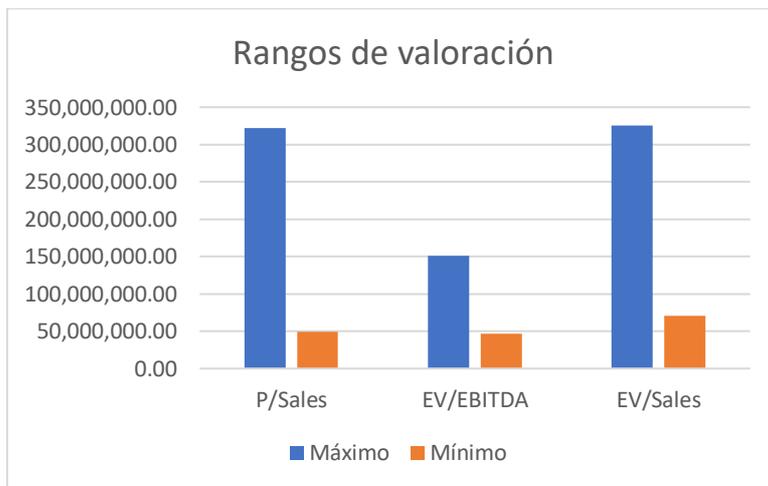


Figura 19: gráfico de rangos de valoración

Fuente: elaboración propia a partir de datos de bloomberg

Como podemos observar los rangos de valoración de los tres múltiplos seleccionados son muy dispares. Principalmente porque la empresa Planet Fitness, tiene unos múltiplos de valoración muy elevados, los cuales, según muchos expertos como los de seekingalpha, van a disminuir progresivamente.

10. Comparación de valoración por descuento de flujos de caja y por múltiplos.

El valor estimado que hemos obtenido a través del método de descuento de flujos de caja es de **93.166.768,64€**. Es un valor que se encuentra dentro del rango de valoración de los tres múltiplos utilizados, sin embargo, pensamos que el rango de valoración que debemos utilizar, es el correspondiente al múltiplo de EV/EBITDA, ya que es nos otorga el intervalo más próximo al valor obtenido utilizando el método de descuento de flujos de caja. Por tanto, escogeremos ceñirnos a este múltiplo para tasar el valor de McFit España.

En el método de valoración por múltiplos, nos hemos encontrado con algunas limitaciones que presenta este método, siendo la más importante de ellas la dificultad de encontrar empresas comparables de las mismas características que la entidad que deseamos valorar. Además, otra limitación de este método, es que no tiene en cuenta

la perspectiva de futuro de la entidad ya que no tiene en cuenta la estrategia de la compañía, el crecimiento del sector o las grandes inversiones que en este caso ha llevado a cabo McFit y que otorgarán rentabilidad en el futuro.

El descuento de flujos de caja es el método de valoración más utilizado, ya que tiene en cuenta aquello que el método de valoración por múltiplos no tiene. Sin ninguna duda, la dificultad más grande a la que se enfrenta este método es la predicción del futuro. Las estimaciones que realizamos y los conocimientos acerca del sector y de la compañía pueden hacer que nos realicemos una previsión del futuro con mayor exactitud, pero jamás nos otorgarán ningún tipo de certeza.

11. Conclusiones

El sector del fitness está experimentando un claro crecimiento tanto a nivel español como europeo. Día a día el cuidado del cuerpo y la concienciación de la población acerca de la importancia de mantener un buen estado de salud está directamente repercutiendo en la tasa de penetración de los gimnasios, que se está viendo incrementado anualmente. Además, en el caso de España, la tasa de penetración crece más que la media europea. En el mercado nacional crece la facturación total, crece el número de clubes y la mayor parte de las empresas de gimnasios prevén inversiones en el futuro. Nos encontramos sin ningún tipo de duda ante un sector en clara fase de crecimiento.

El análisis económico-financiero de la empresa, nos indica que la entidad está creciendo, tanto a nivel de ventas como a nivel de márgenes y de resultados. Esto, unido a que el sector también se encuentra en auge, ha provocado que las proyecciones acerca de las ventas de McFit, fuesen positivas, con un incremento de las ventas superior a los gastos (siguiendo la tónica de los últimos años de McFit, y aun así siendo prudentes).

Mediante el método de descuento de flujos de caja hemos obtenido un valor de la compañía de **93.166.768,64€**. Para ello hemos realizado una serie de proyecciones financieras de las principales variables que generan los flujos de caja y hemos calculado el CMPC para McFit, actuando como tasa de descuento para los flujos de caja libres.

Al utilizar el método de valoración por múltiplos, nos hemos centrado en tres de ellos; el P/Sales, EV/EBITDA y EV/Sales. Tras obtener los intervalos de valoración, pensamos que el rango proporcionado por el múltiplo EV/EBITDA (47.131.171,49€-151.233.534,21), es el que más se ajusta a la realidad, ya que los dos restantes nos proporcionaban un intervalo demasiado grande y con valores máximos demasiado elevados.

12. Bibliografía

Páginas Web

- Analytics, I. (2019). *Gym Group Plc: Market multiple valuation (GYM | GBR | Recreational Services) - Infront Analytics*. [online] Infrontanalytics.com. Disponible en: <https://www.infrontanalytics.com/fe-EN/40979EX/Gym-Group-Plc/market-valuation> [Accedido 2 Jul. 2019].
- Ciberconta.unizar.es. (2019). *Valoración de empresas. Introducción a las Finanzas, Universidad de Zaragoza*. [online] Disponible en: <https://ciberconta.unizar.es/ifinanzas/09-elvalorempresas.htm> [Accedido 2 Jul. 2019].
- García, A. (2015). *Los diferentes Cash Flows - IEB*. [online] IEB. Disponible en: <https://www.ieb.es/los-diferentes-cash-flows/> [Accedido 2 Jul. 2019].
- Investopedia. (2019). *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. [online] Disponible en: <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp> [Accedido 2 Jul. 2019].
- IPC. (2019). Instituto Nacional de estadística. Disponible en https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176802&menu=ultiDatos&idp=1254735976607 [Accedido 2 Jul. 2019].
- Mcfit.com. (n.d.). *Clases*. [online] Disponible en: <https://www.mcfite.com/es/live/kurse/#c8915> [Accedido 2 Jul. 2019].
- Nori, P. (2018). [online] seekingalpha. Disponible en: <https://seekingalpha.com/article/4227010-planet-fitness-impressive-growth-enough-offset-aberrational-valuation> [Accedido 2 Jul. 2019].

Informes y trabajos

- El mercado del fitness en España. (2019). [pdf] Life Fitness. Disponible en: https://lifefitness.es/sites/g/files/dtv376/f/Zoom%20Mercado%202018_LifeFitness.pdf [Accedido 2 Jul. 2019].
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. [pdf] Disponible en: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf> [Accedido 2 Jul. 2019].
- Hacia un Nuevo mapa del fitness. (2019). [pdf] BDO. Disponible en: <https://www.bdo.es/es-es/publicaciones/publicaciones-tecnicas/nuestros-informes/el-mercado-de-fitness-en-espana> [Accedido 2 Jul. 2019].
- Informe Anual. (2019). [pdf] Banco de España. Disponible en: [http://InfAnual_2018%20\(1\).pdf](http://InfAnual_2018%20(1).pdf) [Accedido 2 Jul. 2019].
- Rutgers, H., Hollasch, K., Ludwig, S., Lehmkuhler, B., Gausselmann, S. and Rump, C. (2019). *European Health and Fitness Market Report*. [pdf] Disponible en: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/es/Documents/acerca-de-deloitte/Deloitte-ES-TMT-European-Health-Fitness-Market-2019.pdf> [Accedido 2 Jul. 2019].
- Soler, P. (2014). *Métodos de valoración de empresas*. [pdf] Madrid. Disponible en: <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/892/retrieve> [Accedido 2 Jul. 2019].
- Valls, M.C. (2019). *Métodos clásicos de valoración de empresas*. [pdf] Disponible en: <http://Dialnet-MetodosClasicosDeValoracionDeEmpresas-206169.pdf> [Accedido 2 Jul. 2019].

Libros

- CFA program curriculum 2018. (2018).
- SchweserNotes for the CFA exam. (2018). Kaplan Schweser.