



UNIVERSITAT  
POLITÈCNICA  
DE VALÈNCIA



# Valoración de Empresas:

## Decathlon España S.A.U.

Una estimación del valor de mercado mediante la  
aplicación del Método de Descuento de Flujos de Caja

---

### Trabajo Fin de Grado

Grado en Administración y Dirección de Empresas

### Universitat Politècnica de València

Facultad de Administración y Dirección de Empresas

Curso 2016-2017

### Autor:

Raúl Seguí Pérez

### Directora:

Ana Blasco Ruiz

## AGRADECIMIENTOS

*Quisiera expresar mi más sincera gratitud a todas las personas que me han acompañado y apoyado durante el grado, pues han contribuido enormemente a que se convierta en una experiencia enriquecedora y gratificante, tanto a nivel académico y profesional, como personal.*

*Principalmente, agradecer a mi familia su apoyo constante e incondicional y por haberme guiado y soportado en los momentos más difíciles y, en especial, a los miembros de la Delegación de Alumnos de la FADE por permitirme participar en actividades de representación estudiantil y organización de cursos, además de ser unos compañeros y amigos muy especiales y de elevado nivel humano.*

*También quisiera mencionar al profesorado de la facultad por su gran aportación a mi formación, esencial en la adquisición de conocimientos y competencias que me han preparado suficientemente para acceder al mercado laboral con ventaja competitiva, además del departamento de Relaciones Internacionales y responsables del programa PROMOE por brindarme la oportunidad de estudiar en una universidad de prestigio fuera de Europa.*

*Y por último, agradecer a mi tutora, Ana Blasco Ruiz por dirigir este Trabajo Fin de Grado y por su dedicación y sus consejos, incluso en asuntos más allá del mismo.*

*A todos vosotros, gracias.*

*P.D. Amadeo, estés donde estés, esto va por ti.*

# ÍNDICE

<b>CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN</b>	<b>8</b>
1.1. RESUMEN	9
1.2. OBJETO DEL TFG Y JUSTIFICACIÓN DE LAS ASIGNATURAS RELACIONADAS	11
1.3. OBJETIVOS Y METODOLOGÍA	12
<b>CAPÍTULO 2. ANTECEDENTES. MARCO CONCEPTUAL SOBRE VALORACIÓN DE EMPRESAS</b>	<b>15</b>
2.1. CONCEPTO DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	16
2.2. UTILIDAD DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS	17
2.3. TIPOS DE VALOR	18
2.3.1. VALOR DE MERCADO	19
2.3.2. VALOR JUSTO O RAZONABLE	20
2.3.3. VALOR ECONÓMICO	20
2.3.4. VALOR DE LIQUIDACIÓN	21
2.3.5. VALOR ACORDADO	21
2.4. PRINCIPIOS DE VALORACIÓN	22
2.5. MÉTODOS DE VALORACIÓN	23
<b>CAPÍTULO 3. ANÁLISIS SECTORIAL: LA DISTRIBUCIÓN COMERCIAL MINORISTA</b>	<b>31</b>
3.1. SITUACIÓN ACTUAL Y EVOLUCIÓN DEL SECTOR	32
3.1.1. VENTAS	32
3.1.2. CONSUMO PRIVADO	35
3.1.3. OCUPACIÓN	36
3.1.4. PRECIOS E INFLACIÓN	38
3.1.5. COMERCIO ELECTRÓNICO	39
3.2. ANÁLISIS DE LA POSICIÓN COMPETITIVA DE LA EMPRESA	40
3.3. ANÁLISIS PESTEL	42
3.3.1. FACTORES POLÍTICO-LEGALES	42
3.3.2. FACTORES ECONÓMICOS	44
3.3.3. FACTORES SOCIODEMOGRÁFICOS	48
3.3.4. FACTORES TECNOLÓGICOS	49
3.3.5. FACTORES ECOLÓGICOS	50
<b>CAPÍTULO 4. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA</b>	<b>52</b>
4.1. EL GRUPO DECATHLON	53
4.2. EL MODELO DE NEGOCIO	55
4.2.1. LA CARTERA DE PRODUCTOS	56
4.2.2. LOS SERVICIOS	58
4.2.3. LAS ESTRATEGIAS COMERCIALES	60
4.2.4. ESTRATEGIAS DE CRECIMIENTO Y NUEVOS MERCADOS	64
4.2.5. LA LOGÍSTICA	65
4.2.6. LOS RECURSOS HUMANOS	67
4.3. ANÁLISIS DAFO-CAME	69
	69

<b>CAPÍTULO 5. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO</b>	<b>70</b>
5.1. ANÁLISIS DEL BALANCE Y DE LA SITUACIÓN PATRIMONIAL	71
5.2. EL FONDO DE MANIOBRA	76
5.3. ANÁLISIS DE LIQUIDEZ	78
5.4. ANÁLISIS DE ENDEUDAMIENTO	81
5.5. ANÁLISIS DE LA POLÍTICA DE INVERSIÓN-FINANCIACIÓN (E.O.A.F)	85
5.6. ANÁLISIS DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	89
5.7. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA	93
5.8. ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA	97
5.9. ANÁLISIS DEL FONDO DE MANIOBRA	99
5.9.1. CÁLCULO DEL CICLO DE MADURACIÓN Y CICLO DE CAJA	99
5.9.2. CÁLCULO DEL FONDO DE MANIOBRA OPERATIVO	102
5.10. CONCLUSIONES DEL ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO	103
<b>CAPÍTULO 6. APLICACIÓN DEL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA</b>	<b>106</b>
6.1. INTRODUCCIÓN AL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA	107
6.2. HORIZONTE TEMPORAL	108
6.3. DETERMINACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO APLICABLE	108
6.3.1. ESTRUCTURA DE CAPITALES	109
6.3.2. COSTE DE LA DEUDA	111
6.3.3. COSTE DE LOS RECURSOS PROPIOS	112
6.3.4. CÁLCULO DEL COSTE MEDIO PONDERADO DE CAPITAL (CMPC)	117
6.4. DETERMINACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA	117
6.4.1. DETERMINACIÓN DE LOS COBROS	118
6.4.2. DETERMINACIÓN DE LOS PAGOS	121
6.4.3. AMORTIZACIONES	125
6.4.4. CAMBIOS EN EL CAPITAL CIRCULANTE	127
6.4.5. INVERSIONES EN ACTIVO FIJO	128
6.5. ESCENARIO REALISTA	129
6.6. ESCENARIO OPTIMISTA	131
6.7. ESCENARIO PESIMISTA	132
6.8. VALOR RESIDUAL	134
6.9. RESULTADO	136
6.10. HIPÓTESIS Y CONSIDERACIONES	137
<b>CAPÍTULO 7. CONCLUSIONES</b>	<b>139</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>144</b>
<b>ANEXOS</b>	<b>148</b>
ANEXO 1: BALANCE DE SITUACIÓN DE DECATHLON ESPAÑA S.A.U. (2012-2015)	149
ANEXO 2: CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DE DECATHLON ESPAÑA S.A.U. (2012-2015)	150
ANEXO 3: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO DE DECATHLON ESPAÑA S.A.U. (2012-2015)	151
ANEXO 4: ESTADO TOTAL DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO DE DECATHLON ESPAÑA S.A.U. (2012-2015)	153

## ÍNDICE DE TABLAS

<i>Tabla 1: Finalidades de la valoración de empresas.</i>	17
<i>Tabla 2: Principales métodos de valoración.</i>	23
<i>Tabla 3: Relación de los distintos flujos de fondos y sus tasas de descuento.</i>	28
<i>Tabla 4: Índices de comercio al por menor a precios constantes, 2012-2015.</i>	33
<i>Tabla 5: Índice de precios de consumo (IPC) general y de artículos de ocio y deporte, 2008-2015.</i>	38
<i>Tabla 6: Datos de las empresas competidoras de Decathlon a partir de sus CCAA, miles de euros.</i>	41
<i>Tabla 7: Previsiones económicas para España de 2016 y 2017, tasas de variación anual.</i>	45
<i>Tabla 8: Relación entre universos, marcas pasión y deportes o productos.</i>	58
<i>Tabla 9: Análisis DAFO-CAME.</i>	69
<i>Tabla 10: Balance reducido de periodo 2012-2015, en miles de euros y %.</i>	72
<i>Tabla 11: Fondo de maniobra de Decathlon 2012-2015, en miles de euros.</i>	77
<i>Tabla 12: Ratios de liquidez.</i>	78
<i>Tabla 13: Ratios de endeudamiento.</i>	81
<i>Tabla 14: E.O.A.F. de Decathlon 2012-2013 en miles de euros.</i>	85
<i>Tabla 15: E.O.A.F. de Decathlon 2013-2014 en miles de euros.</i>	86
<i>Tabla 16: E.O.A.F. de Decathlon 2014-2015 en miles de euros.</i>	87
<i>Tabla 17: Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias 2012-2015 en miles de euros.</i>	90
<i>Tabla 18: Ratios de expansión de la cuenta de pérdidas y ganancias, 2012-2015.</i>	92
<i>Tabla 19: Ratios de rentabilidad económica y rotación del activo 2012-2015.</i>	94
<i>Tabla 20: Comparación rentabilidad económica-coste de la deuda 2012-2015.</i>	97
<i>Tabla 21: Rentabilidad financiera y su descomposición 2012-2015.</i>	97
<i>Tabla 22: Plazos de almacenamiento, cobro y pago 2012-2015 en miles de euros y días.</i>	99
<i>Tabla 23: Ciclo de maduración y ciclo de caja 2012-2015 en días.</i>	100
<i>Tabla 24: Fondo de maniobra operativo 2012-2015 en miles de euros.</i>	102
<i>Tabla 25: Estructura financiera de Decathlon España 2008-2015.</i>	109
<i>Tabla 26: Estructura financiera del sector distribución en España 2008-2014.</i>	110
<i>Tabla 27: Estructura financiera del sector en Europa 2012-2015.</i>	110
<i>Tabla 28: TAE créditos a sociedades no financieras hasta un millón de euros 2010-2015.</i>	112
<i>Tabla 29: Rentabilidad de las obligaciones a 10 años 1998-2015.</i>	113
<i>Tabla 30: Rentabilidad del mercado 1998-2015.</i>	114
<i>Tabla 31: Empresas europeas cotizantes del sector distribución minorista 2015.</i>	115
<i>Tabla 32: Beta apalancada y desapalancada del sector 2015.</i>	116
<i>Tabla 33: Tasa de descuento.</i>	117
<i>Tabla 34: Evolución del PIB en Europa y EEUU, 1997-2020.</i>	120
<i>Tabla 35: Proyección de las ventas en miles de euros.</i>	120
<i>Tabla 36: Proyección de los consumos y los gastos de personal en miles de euros.</i>	123
<i>Tabla 37: Evolución de otros ingresos y gastos de explotación 2012-2015 en miles de euros.</i>	123
<i>Tabla 38: Proyección de otros gastos de explotación en miles de euros.</i>	125
<i>Tabla 39: Gastos de amortización y deterioro 2012-2015 en miles de euros.</i>	126
<i>Tabla 40: Proyección de la dotación anual a la amortización 2016-2025 en miles de euros.</i>	127
<i>Tabla 41: Desglose del activo no corriente 2012-2015 en miles de euros.</i>	128
<i>Tabla 42: Proyección de los flujos de caja libres 2016-2020 en miles de euros.</i>	130

<i>Tabla 43: Proyección de los flujos de caja libres de 2021-2025 en miles de euros.</i>	<i>130</i>
<i>Tabla 44: Proyecciones financieras en escenario optimista 2016-2020 en miles de euros.</i>	<i>131</i>
<i>Tabla 45: Proyecciones financieras en escenario optimista 2021-2025 en miles de euros.</i>	<i>132</i>
<i>Tabla 46: Proyecciones financieras en escenario pesimista 2016-2020 en miles de euros.</i>	<i>133</i>
<i>Tabla 47: Proyecciones financieras en escenario pesimista 2021-2025 en miles de euros.</i>	<i>134</i>
<i>Tabla 48: Valor de mercado de Decathlon España S.A.U. en euros.</i>	<i>136</i>
<i>Tabla 49: Balance de situación de Decathlon España S.A.U. 2012-2015, en miles de euros.</i>	<i>149</i>
<i>Tabla 50: Cuenta de pérdidas y ganancias de Decathlon España S.A.U. 2012-2015, en miles de euros.</i>	<i>150</i>
<i>Tabla 51: Estado de flujos de efectivo de Decathlon España S.A.U. 2012-2015, en euros.</i>	<i>151</i>
<i>Tabla 52: Estado total de cambios en el patrimonio neto de Decathlon España S.A.U. 2012-2015, en euros.</i>	<i>153</i>

## ÍNDICE DE GRÁFICOS E ILUSTRACIONES

<i>Gráfico 1: Evolución de las ventas constantes del sector minorista en España, 2008-2015.</i>	33
<i>Gráfico 2: Evolución de los índices de comercio minorista: general y por modo de distribución, 2008-2015.</i>	34
<i>Gráfico 3: Tasas de variación anual de los índices de comercio minorista por productos, 2010-2015.</i>	35
<i>Gráfico 4: Evolución del consumo final de los hogares por trimestres, 2011-2015.</i>	36
<i>Gráfico 5: Ocupación del sector del comercio al por menor en miles de trabajadores, 2008-2015.</i>	37
<i>Gráfico 6: Evolución del empleo minorista respecto al total de ocupación en España, 2009-2015.</i>	38
<i>Gráfico 7: Evolución del volumen de negocio del comercio electrónico, 2011-2015 en millones de euros y tasas de variación anual.</i>	39
<i>Gráfico 8: Evolución del PIB en España (Base 2010), 2000-2015.</i>	44
<i>Gráfico 9: Evolución del IPC general, 2008-2015.</i>	46
<i>Gráfico 10: Evolución del total de ocupados, tasa de variación interanual.</i>	46
<i>Gráfico 11: Evolución de los tipos de interés concedidos a sociedades no financieras (% TEDR).</i>	47
<i>Gráfico 12: Pirámides de población de España, años 2014, 2029 y 2064.</i>	49
<i>Gráfico 13: Evolución de la estructura patrimonial durante los ejercicios 2012-2015, en miles de euros.</i>	75
<i>Gráfico 14: Evolución del fondo de maniobra de Decathlon en miles de euros.</i>	78
<i>Gráfico 15: Evolución de los ratios de liquidez, 2012-2015.</i>	80
<i>Gráfico 16: Evolución de los ratios de endeudamiento, 2012-2015.</i>	84
<i>Gráfico 17: Evolución de la rentabilidad económica y sus componentes, 2012-2015.</i>	95
<i>Gráfico 18: Evolución de la rotación del activo por clases, 2012-2015.</i>	96
<i>Gráfico 19: Evolución de la rentabilidad financiera y sus componentes, 2012-2015.</i>	98
<i>Gráfico 20: Evolución del ciclo de maduración y ciclo de caja, 2012-2015, en días.</i>	101
<i>Gráfico 21: Evolución del fondo de maniobra operativo, 2012-2015, en miles de euros.</i>	103
<i>Gráfico 22: Relación histórica de las ventas de Decathlon España con el PIB e IPC.</i>	119
<i>Gráfico 23: Evolución de las ventas, consumos, gastos de personal y otros gastos de explotación, 2008-2015.</i>	121
<i>Gráfico 24: Análisis de dispersión de los gastos respecto a las ventas.</i>	122
<i>Gráfico 25: Análisis de dispersión de otros ingresos y gastos de explotación respecto a las ventas.</i>	124
<i>Ilustración 1: Etapas del método de descuento de flujos de caja.</i>	27
<i>Ilustración 2: Factores contemplados en el análisis PESTEL.</i>	42
<i>Ilustración 3: Deportes que cubre la cartera de productos de Decathlon.</i>	56
<i>Ilustración 4: Marcas Pasión de Decathlon.</i>	57
<i>Ilustración 5: Publicación de Decathlon España en Instagram de una tienda de campaña Quechua.</i>	63
<i>Ilustración 6: Valor de mercado de Decathlon España S.A.U.</i>	137

*CAPÍTULO 1*

---

*INTRODUCCIÓN*

## 1.1. Resumen

Decathlon es un grupo empresarial multinacional con sede Francesa dedicado a la concepción, fabricación y distribución de artículos destinados a la práctica del deporte y el ejercicio al aire libre. Su modelo de negocio ha tenido un gran éxito desde sus inicios, logrando comercializar sus productos en 26 países, contando con 1065 establecimientos comerciales y 70.000 colaboradores.

Siendo España el segundo país en importancia para el grupo Decathlon en términos de facturación y número de tiendas, ha conseguido ser líder en su sector sorteando la crisis económica, que ha perjudicado en mayor medida a sus empresas competidoras y al tejido empresarial español en general.

Actualmente cuenta con 149 tiendas extendidas por toda la geografía española, con una plantilla total de 15.049 trabajadores, por lo que se puede concluir que se trata de una empresa de gran tamaño y presencia en este país.

Gracias a la creciente tendencia social de preocupación por la salud y el deporte en los últimos años y un modelo de negocio bien gestionado ha conseguido que su cadena de tiendas sea una de las principales, donde la mayor parte de los españoles acuden para adquirir equipamiento deportivo. Por ello, resulta interesante la valoración de la sociedad filial española encargada del aspecto de la distribución, denominada Decathlon España S.A.U.

Con el fin de situar al lector en el ámbito del presente trabajo se redacta un capítulo donde se relata de forma breve qué es exactamente la disciplina de la valoración de empresas, los propósitos de su uso, las bases de valor existentes, los principios aplicables y los principales métodos de valoración utilizados por los profesionales.

Se continúa con un estudio del sector de la distribución al por menor en España haciendo hincapié en su situación actual, así como las variaciones producidas en los últimos años, desde un punto de vista económico. Este capítulo finaliza con una revisión de la situación macroeconómica del país y los factores externos más relevantes que afectan en gran medida a la empresa con un análisis PESTEL.

Posteriormente se realiza un análisis de Decathlon profundizando en los aspectos más relevantes de la empresa como su grupo de sociedades, cartera de productos, servicios, estrategias comerciales y de crecimiento, red logística y política de recursos humanos. Por último se configura una matriz DAFO-CAME a modo de síntesis del estudio.

De forma previa a la aplicación práctica de los métodos de valoración se efectúa un análisis económico-financiero detallado de la empresa de los ejercicios económicos desde el año 2012 al 2015 para concluir sobre la situación actual y evolución de las masas patrimoniales, estado de liquidez, nivel de endeudamiento, política de inversión-financiación, cuenta de pérdidas y ganancias, rentabilidad económica y financiera, ciclos de maduración y caja, además del fondo de maniobra.

A continuación se procede a emplear el método de descuento de flujos de caja para estimar el valor de mercado de Decathlon. Para ello resultan imprescindibles para una estimación correcta y ajustada a la realidad la información presentada sobre el sector del comercio minorista y la empresa. Se realizan las proyecciones financieras, se determina el horizonte temporal más adecuado, se calcula la tasa de descuento aplicable, se estima el valor residual y, por último se halla un intervalo de valores actualizando los flujos al momento de la fecha de la valoración.

Esta metodología se aplica a tres diferentes escenarios que recogen una serie de hipótesis que hacen necesaria la construcción de un modelo de proyecciones financieras específico por cada escenario, dando lugar a la obtención de tres valores de mercado para la empresa. Se determina el valor de mercado final de Decathlon que se considera más correcto a partir de los valores obtenidos.

En el último capítulo se desarrollan las conclusiones alcanzadas, resultando un comentario preciso sobre los conocimientos más importantes descubiertos y recopilados a lo largo del trabajo.

El propósito de este trabajo es hallar el valor de mercado de Decathlon España S.A.U mediante la aplicación de una metodología de valoración de empresas ampliamente utilizada: el descuento de flujos de caja. Siendo necesario para una correcta valoración el estudio del sector, del negocio y funcionamiento de la empresa, incluyendo el análisis económico-financiero de sus cuentas anuales en los ejercicios económicos recientes.

## 1.2. Objeto del TFG y justificación de las asignaturas relacionadas

El objeto de este trabajo es el análisis y estudio de la empresa de distribución comercial Decathlon España a partir de un enfoque económico-financiero que permita alcanzar un entendimiento completo sobre su modelo de negocio, la forma en que genera riqueza, su fortaleza financiera y posición competitiva en el sector.

A continuación se expone una relación de las distintas asignaturas del Grado en Administración y Dirección de Empresas de la Universitat Politècnica de València que han sido fundamentales para la elaboración de este Trabajo Fin de Grado, junto con una breve justificación de la formación adquirida en ellas y empleada en los distintos capítulos.

En primer lugar, la asignatura **Valoración de Empresas** resulta imprescindible en el desarrollo del presente trabajo, a partir de ella se obtiene el conocimiento sobre el marco teórico sobre valoración de empresas, la redacción de un informe de valoración profesional y el proceso a seguir para estimar el valor de mercado de una sociedad en base al método de descuento de flujos de caja, además de las fórmulas y operaciones financieras que resultan de aplicación.

Además, la asignatura **Economía Financiera** aporta teoría y práctica en modelos de valoración de activos que se aplican en la valoración financiera, como el modelo de equilibrio de activos financieros CAPM para el cálculo de la rentabilidad exigida por los accionistas para la obtención del CMPC que se utiliza como tasa de descuento para hallar el valor actual de los flujos de caja, y también sobre la obtención de los flujos de caja libres a partir de los estados contables de la empresa.

Seguidamente, la formación obtenida en la asignatura **Análisis y Consolidación Contable** han sido de especial relevancia para el análisis económico-financiero de las cuentas anuales de la entidad, pues el diagnóstico sobre su situación patrimonial, políticas de inversión y financiación, liquidez y endeudamiento y rentabilidades, así como del proceso de explotación permite conocer la forma de gestión de la dirección, generan las bases que fundamentan las proyecciones financieras en la valoración de la empresa.

Por otra parte, las asignaturas **Economía Española** y **Macroeconomía I y II** han sido de ayuda en el estudio sobre la situación y evolución reciente del sector de la distribución comercial minorista y en el análisis del contexto económico actual que afecta en gran medida al tejido empresarial en España.

En cuanto a la identificación y comprensión de los procesos de creación, comunicación y entrega de valor a los clientes empleando las variables de marketing en las estrategias comerciales que lleva a cabo la empresa, han sido de gran ayuda las asignaturas **Investigación Comercial** y **Dirección Comercial**.

Por último, el estudio sobre todos los aspectos que integran modelo de negocio, las estrategias de crecimiento y nuevos mercados y el diagnóstico DAFO, la cultura que caracteriza la empresa, además de la forma en que se estructura el funcionamiento de los establecimientos comerciales, sistemas de logística y políticas de recursos humanos se relacionan con las asignaturas **Estrategia y Diseño de la Organización**, **Planes Estratégicos en las Empresas** e **Introducción a la Administración de empresas**.

### **1.3. Objetivos y metodología**

El objetivo principal de este Trabajo Fin de Grado es la estimación del valor de mercado de Decathlon España S.A.U., empresa dedicada al comercio al por menor de artículos deportivos en establecimientos especializados, en el contexto de una posible compraventa mediante la aplicación del método de descuento de flujos de caja de valoración de empresas.

Para realizar la valoración y así alcanzar dicho objetivo es necesario llevar a cabo un estudio integral sobre la empresa y su funcionamiento interno, conocer la situación actual y evolución reciente del sector al que pertenece, así como efectuar un análisis económico-financiero en base a sus estados financieros previamente a la aplicación del método de valoración de empresas.

Los objetivos secundarios de este trabajo, derivados de las razones por las que se realizan cada uno de los capítulos necesarios para una correcta valoración de la empresa, son los siguientes:

- Adquirir conocimiento sobre el marco teórico de la disciplina de valoración de empresas para fundamentar de forma práctica la valoración de Decathlon España S.A.U.
- Realizar un estudio sobre el sector de la distribución comercial minorista en España en su situación actual y evolución en años recientes, además de la situación competitiva de la empresa. Complementando el análisis con un diagnóstico sobre la situación macroeconómica del país y aquellos factores externos relevantes que condicionan la actividad económica de la empresa (PESTEL).
- Lograr un adecuado entendimiento sobre el modelo de negocio de la empresa y la forma en que opera, así como llevar a cabo un diagnóstico sobre sus características internas y externas más importantes (DAFO).
- Efectuar un análisis económico-financiero de la empresa en base a sus cuentas anuales donde se pretende inferir sobre su estructura patrimonial, el estado de su liquidez y endeudamiento, la coherencia en la política de inversión y financiación, la estructura de gastos y forma de generación de riqueza, así como la productividad del activo y de los fondos propios.
- Aplicar adecuadamente la metodología de valoración de descuento de flujos de caja para hallar un valor correcto y ajustado del valor de mercado de Decathlon España S.A.U.

A continuación se describe la metodología que se ha seguido en la realización de este Trabajo Fin de Grado, que se ha estructurado en siete capítulos que desarrollan las etapas a seguir en toda valoración de una empresa objetivo mediante la aplicación del método de descuento de flujos de caja, además de una adecuada introducción que constituye el capítulo 1.

En primer lugar, en el capítulo 2 se relata el marco teórico con el fin de situar al lector en el ámbito del trabajo sobre la disciplina de la valoración de empresas. Dicho capítulo constituye los antecedentes. Para su elaboración se recurre a varios escritos de valoradores profesionales y expertos con una larga carrera de investigación en la valoración.

En segundo lugar, en el estudio sobre el modelo de negocio y el funcionamiento de la empresa objeto de valoración, que constituye el capítulo 3 y, en el análisis del sector de la distribución comercial minorista y de la situación macroeconómica actual que constituye el capítulo 4, se ha realizado visitas físicas a varios establecimientos de la empresa y empleado publicaciones propias y ajenas a la empresa, noticias de prensa, Trabajos de Fin de Carrera acerca de la empresa o sobre valoración de empresas e informes de organismos oficiales como la ANGED o la Cámara de Comercio de la Comunitat Valenciana especializados en el sector, además de bases de datos del Instituto Nacional de Estadística (INE).

En tercer lugar, en el análisis económico-financiero de Decathlon España S.A.U. en que consiste el capítulo 5, se ha efectuado con la aplicación de diversas técnicas como el análisis vertical y horizontal del balance de situación y la cuenta de pérdidas y ganancias, además del empleo de ratios financieros en base a varias partidas de los estados contables y de información revelada por las cuentas anuales auditadas y depositadas en el Registro Mercantil correspondientes a los ejercicios económicos de 2012 a 2015.

En cuarto lugar, en la aplicación del método de valoración, que constituye el capítulo 6, se emplea el diagnóstico resultante del análisis económico-financiero e información financiera de las cuentas anuales, así como datos publicados por el Banco de España sobre información bursátil, indicadores financieros y tipos de interés, además del conocimiento sobre el funcionamiento de la empresa, la situación macroeconómica del país, evolución reciente del sector del comercio al por menor y previsiones económicas futuras por organismos oficiales y expertos.

Cabe destacar que a lo largo del trabajo se han elaborado varios tipos de tablas, gráficos e ilustraciones que resultan fundamentales para indicar, complementar y explicar la investigación realizada en el mismo.

Finalmente, el capítulo 7 sobre las conclusiones se ha elaborado a partir de un procedimiento consistente en la reunión de aquella información y deducciones que se consideran más relevantes y que se han alcanzado en las distintas fases de realización del presente trabajo.

## *CAPÍTULO 2*

---

### *ANTECEDENTES. MARCO CONCEPTUAL SOBRE VALORACIÓN DE EMPRESAS*

## 2.1. Concepto de valoración de empresas

Atendiendo a Caballer, V. (1998), la valoración de empresas es “aquella parte de la economía cuyo objeto es la estimación de un determinado valor o valores de una empresa con arreglo a unas determinadas hipótesis, con vistas a unos fines determinados y mediante procesos de cálculo basados en informaciones de carácter técnico y económico.”

A partir de dicha definición conviene resaltar los siguientes elementos:

- La valoración de empresas pertenece a la economía pero también incluye otras perspectivas que distan del mero enfoque económico.
- La valoración se fundamenta en una serie de hipótesis concretas.
- La valoración sigue una finalidad. El valor hallado atiende al fin de la valoración y éste diferirá según el propósito de la valoración.
- Emplea métodos de cálculo que se basan en informaciones de carácter técnico y económico.

Según López, F.J. (2001), es importante tener presente que “valorar una realidad económica no es tarea exclusivamente técnica: valorar es emitir una opinión, un juicio de valor, que siempre es subjetivo. Y que, como toda opinión puede o no estar suficientemente fundamentada. En consecuencia, no existe un valor absoluto y único para una realidad económica.”

Así pues, la valoración de empresas lleva aparejada un importante componente de subjetividad que implica que cada persona hallará un valor único, pues se trata de una estimación realizada por un valorador que siempre diferirá de la de un tercero al emplear distintos juicios, métodos de valoración e hipótesis concretas sujetas a la razonabilidad de ciertos supuestos, a la disponibilidad y fiabilidad de la información económica utilizada y a la propia experiencia en el campo de la valoración.

Por otra parte, los problemas de aplicación intrínsecos a ciertos métodos de valoración, incluyendo ciertos riesgos en las predicciones y problemas en la diferenciación entre valor y precio pueden dar lugar a estimaciones de valor discutibles o poco rigurosas que generan escepticismo. Por ejemplo, la valoración de las acciones de El Corte Inglés<sup>1</sup> en 2009 por parte de un auditor fue

---

<sup>1</sup> Publicación de El País donde se relata que el juez pone en duda la valoración de las acciones de El Corte Inglés. [http://elpais.com/diario/2009/12/30/economia/1262127605\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2009/12/30/economia/1262127605_850215.html)

duramente cuestionada por el juez tachándola de arbitraria, así como la realizada por el pasado secretario de Estado de Economía, José Manuel Campa y el profesor del IESE Pablo Fernández, expertos en valoración de empresas.

## 2.2. Utilidad de la valoración de empresas

Si bien la valoración de empresas trata de estimar un valor, éste varía en función de la finalidad para la cual se encarga la valoración. El conocido experto en este ámbito Fernández, P. (2005) propone los siguientes propósitos de la valoración de empresas:

Tabla 1: Finalidades de la valoración de empresas.

<b>1. Operaciones de compraventa.</b>
✓ Estimación del rango de precios de la compraventa.
✓ Precio mínimo aceptable para el vendedor.
✓ Precio máximo a pagar por el comprador.
<b>2. Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa.</b>
✓ Determinar acciones infravaloradas o sobrevaloradas en base a su precio de cotización en bolsa.
✓ Utilidad en el porcentaje de inversión en acciones de una entidad en la elaboración de una cartera.
<b>3. Salidas a bolsa.</b>
✓ Determinación del precio razonable de salida de las acciones a bolsa.
<b>4. Herencias y testamentos.</b>
✓ Averiguar el valor de la empresa sobre los otros bienes.
<b>5. Sistemas de remuneración basados en creación de valor.</b>
✓ Determinar la remuneración de los directivos por su utilidad en la creación de valor.
<b>6. Identificación y jerarquización de los impulsores de valor.</b>
✓ Pretende conocer las razones de creación o destrucción de valor.
<b>7. Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa.</b>
✓ Saber el valor de la empresa o parte de un negocio permite tomar decisiones sobre adquisiciones, enajenaciones, fusiones, etc.
<b>8. Planificación estratégica.</b>
✓ Permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor.
<b>9. Procesos de arbitraje y pleitos.</b>
✓ Procesos judiciales de disputas sobre precios.

Fuente: Fernández, P. (2005). *Guía rápida de Valoración de Empresas*. Barcelona: Gestión 2000. Elaboración propia.

Según Sanjurjo, M. (2003) en su *Guía de Valoración de Empresas* comúnmente se producen ciertas confusiones acerca de la utilidad de la disciplina de la valoración de empresas:

- No se trata de una auditoría: asegurar que las cuentas anuales presentan una imagen fiel de su situación financiera patrimonial y del resultado de sus operaciones es competencia de la auditoría de cuentas. La valoración de empresas no pretende realizar dicha comprobación y la estimación del valor se fundamenta en la información financiera presentada, auditada o no, sin pretender la identificación de activos o pasivos omitidos.

- No es un diagnóstico de la empresa: se profundiza en las áreas del negocio más significativas para determinar la importancia de las mismas en la determinación del valor sin realizar un análisis exhaustivo sobre los procedimientos que se llevan a cabo en cada aspecto del negocio.

- No supone la elaboración de un Plan de Negocio detallado: normalmente se realizan proyecciones financieras en base al desarrollo futuro del negocio. Si bien es cierto que se utiliza la información sobre las directrices de la Dirección y se emplean hipótesis razonables sobre la evolución de las decisiones adoptadas, las proyecciones financieras se centran fundamentalmente en la determinación de los flujos de caja futuros más realistas y no tienen por qué coincidir con el Plan de Negocio de la compañía.

### 2.3. Tipos de valor

Puesto que la valoración de empresas siempre conlleva la estimación del valor, resulta necesario comprender la diferencia entre valor y precio ya que son conceptos diferentes que suelen confundirse y dar lugar a errores de valoración.

Por un lado, el precio de una empresa es la cantidad precisa a la que el vendedor y el comprador acuerdan realizar en una operación de compraventa en unas circunstancias concretas tras un proceso de negociación. Desde otro punto de vista, el precio se trata de una inversión que realiza el comprador a la espera de obtener una rentabilidad.

La venta se produce si el comprador ve un valor futuro mayor que el precio que paga. Asimismo, distintos compradores otorgarán un valor distinto a una empresa al estimar una utilidad distinta de su patrimonio, marca o actividad de explotación.

Por otro lado, el valor de una empresa es distinto para vendedor y comprador. Para el vendedor el valor será el máximo que el comprador esté dispuesto a pagar e intentará adquirir, como mínimo, el precio de los activos equivalentes en el mercado, mientras que para el comprador el valor se corresponde a la riqueza futura posible que espera obtener con la empresa, ya sea con los recursos materiales disponibles y/o su creencia de dotación a la entidad de una mejor estrategia, gestión o modelo de negocio una vez adquirida.

Asimismo, la aproximación al valor de una empresa varía en función de la perspectiva y la situación, originando distintos tipos de valor. A continuación se desarrollan los más comunes según relata Sanjurjo, M. (2003):

### **2.3.1. Valor de mercado**

Se trata del precio de la transacción en una operación de compraventa de una sociedad en un mercado libre, donde ambas partes actúan en su propio interés y beneficio y poseen conocimientos similares sobre el negocio y el mercado. Es el tipo de valor que más se ajusta a la realidad y se basa en que las leyes del mercado regulan el funcionamiento de los negocios.

El valor de mercado lleva aparejada la hipótesis de que vendedor y comprador son completamente libres en el transcurso de la negociación, donde no hay ningún tipo de presión y no intervienen intereses especiales.

Así pues, el comprador debe reunir las siguientes características:

- Estar totalmente informado sobre la empresa y el mercado.
- Ser un inversor prudente.
- No tener limitación de recursos.
- Estar dispuesto a pagar el valor de mercado antes de dejar pasar la oportunidad.
- No tener circunstancias concretas que le hagan estar en situación de obtener sinergias o reconocer valores especiales.

Esta tipología de valor es la más utilizada en el ámbito empresarial, autoridades de control y supervisión e instituciones académicas para valorar operaciones de inversión y/o compraventa o la

evaluación sobre si un precio de una transacción ya efectuada se encuentra dentro de un intervalo de valores adecuados en una operación libre.

Por último, se debe añadir que este tipo de valor asume la situación de “empresa en funcionamiento”, es decir, que va a continuar con su actividad en el futuro y no se va a proceder al cese del negocio o su liquidación a fecha de la valoración.

### **2.3.2. Valor justo o razonable**

Valor que se determina como justo o razonable por el valorador con la intención de ser justo y equitativo para vendedor y comprador, actuando de forma independiente a los intereses propios de ambas partes y tomando en consideración otros tipos de valor: el valor de mercado, el valor económico y el valor de los activos de la empresa.

El Plan General de Contabilidad de España (2007) define el valor razonable como “el importe por el que puede ser adquirido un activo o liquidado un pasivo entre partes interesadas y debidamente informadas que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua sin deducir gastos de transacción en su posible enajenación. No forzado, ni urgente, ni en liquidación involuntaria”.

Se utiliza principalmente en las siguientes situaciones:

- Por mandato de una autoridad judicial.
- Cuando la transacción no se produce en el mercado abierto.
- En situaciones de arbitraje voluntario ante la dificultad para determinar un precio justo.
- Como soporte del valor reflejado en la información financiera que divulgan las empresas.
- En aplicación de cláusulas estatutarias relacionadas con derechos preferentes.

### **2.3.3. Valor económico**

Es el valor del negocio para el propietario del mismo en el momento presente o para un potencial adquirente dadas las características concretas del mismo y el valor de su oportunidad de explotación.

Difiere del valor de mercado y valor razonable en que se basa fundamentalmente en la perspectiva de una de las partes de la transacción, siendo diferente para vendedor y comprador. Se utiliza mayoritariamente en la valoración de ofertas recibidas por el propietario sobre la venta de parte o totalidad de su negocio.

#### **2.3.4. Valor de liquidación**

Se trata del valor que posee una empresa en el preciso momento en el que se decide interrumpir de manera definitiva su actividad e iniciar el proceso de venta de forma independiente sus activos y pagando sus pasivos. El resultado neto final es el valor de liquidación, sin que formen parte las expectativas futuras del negocio.

- **Valor de liquidación ordenada**

Ocurre cuando no existe urgencia en el proceso de liquidación, sino que se dispone del tiempo necesario para llevar a cabo el proceso más adecuado para obtener el mayor valor posible atendiendo a los precios que figuran en el mercado.

- **Valor de liquidación forzosa**

En este caso el proceso debe terminar lo antes posible, suponiendo una disminución importante del valor debido a la necesidad imperiosa de liquidar el negocio pronto. Suele darse en caso de quiebra, ordenación de un juez, subasta o decisión por parte de los propietarios.

#### **2.3.5. Valor acordado**

Se trata de un valor hallado mediante fórmulas comunes previamente acordadas por las partes que intervienen acerca de los aspectos más relevantes del negocio. Usualmente se realiza la estimación por un experto independiente para garantizar equidad e imparcialidad.

Resulta de utilidad en la determinación de los ajustes del precio de las acciones en las operaciones de adquisición y venta de las mismas dentro de una sociedad cuyo proceder viene reflejado en los estatutos.

## 2.4. Principios de valoración

La Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras establece ciertos principios<sup>2</sup> que resultan aplicables por Ley a toda tasación realizada por entidades de crédito o sociedades de tasación homologadas para las finalidades dispuestas en su ámbito de aplicación para ser utilizados como criterios de interpretación e integración de sus normas.

**a) Principio de anticipación:** afirma que el valor de un bien o derecho se determina por los beneficios potenciales que puede generar en un futuro en base a su explotación.

**b) Principio de finalidad:** indica que los métodos y procedimientos utilizados para realizar una tasación deben ser coherentes con el propósito de la valoración.

**c) Principio de mayor y mejor uso:** establece que el valor estimado en la valoración de una empresa que pueda dedicarse a diferentes actividades será el resultante de la realización de la explotación más conveniente desde el punto de vista económico, es decir, aquel que derive de conseguir un mayor valor.

**d) Principio de probabilidad:** expresa la razonabilidad de elegir la situación más probable cuando existan varios escenarios posibles.

**e) Principio de proporcionalidad:** refleja la necesidad de realizar informes de valoración de una extensión apropiada en base a su relevancia, particularidades del bien o derecho a tasar y la situación del mercado.

**f) Principio de prudencia:** implica la necesidad de tomar la elección que resulte en la estimación de un menor valor cuando aparezcan varias en situación de igualdad de probabilidades.

**g) Principio de sustitución:** determina que “el valor de un inmueble es equivalente al de otros activos de similares características sustitutivos de aquél”.

---

<sup>2</sup> Artículo 3 de la Orden ECO/805/2003

[http://noticias.juridicas.com/base\\_datos/Admin/o805-2003-eco.t1.html#a2](http://noticias.juridicas.com/base_datos/Admin/o805-2003-eco.t1.html#a2)

**h) Principio de temporalidad:** hace referencia a las variaciones de valor que ocurren a lo largo del tiempo, no siendo nunca permanente.

**i) Principio de transparencia:** establece la utilidad de aportar y desarrollar toda aquella información relevante junto con la indicación de las hipótesis y consideraciones para el correcto entendimiento del informe de valoración.

**j) Principio del valor residual:** indica que el valor de un elemento del negocio resulta de la diferencia entre el valor de la empresa y los valores de los aspectos restantes del negocio.

Si bien la presente Orden vincula directamente dichos principios a la tasación de bienes inmuebles y determinados derechos, resultan de aplicación en el ámbito de valoración de empresas y, por ello, su empleo tiene cabida en este trabajo.

## 2.5. Métodos de valoración

En relación a los métodos de valoración existentes y, puesto que este trabajo trata sobre la realización de una valoración de la empresa Decathlon España, es necesario determinar la metodología más conveniente a aplicar para hallar un valor adecuado a través de un proceso acertado y riguroso. A continuación se desarrollan los distintos métodos comúnmente utilizados en la valoración de empresas actualmente según Fernández, P (2005):

Tabla 2: Principales métodos de valoración.

BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Valor contable</li> <li>- Valor contable ajustado</li> <li>- Valor de liquidación</li> <li>- Valor sustancial</li> </ul>	<p>Múltiplos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Beneficio: PER</li> <li>- Ventas</li> <li>- EBITDA</li> <li>- Otros múltiplos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Clásico</li> <li>- Unión de expertos contables europeos</li> <li>- Renta abreviada</li> <li>- Otros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Free cash flow</li> <li>- Cash flow acciones</li> <li>- Dividendos</li> <li>- Capital cash Flow</li> <li>- APV</li> </ul>

Fuente: Fernández, P. (2005). *Guía rápida de Valoración de Empresas*. Barcelona: Gestión 2000.

## Métodos basados en el balance

Se trata de métodos que determinan el valor de una empresa con la estimación del valor de su patrimonio a partir de la información financiera que figura en el balance de situación e ignora toda información ajena a los estados contables como la situación del sector o políticas de la dirección de la empresa. Asimismo, se centra en la información estática del momento de la valoración sin tener en cuenta la perspectiva dinámica de evolución del negocio, la organización o el mercado. Este grupo contiene los siguientes métodos:

**a) Valor contable:** se trata del valor de los capitales propios. Es el valor resultante de deducir a las inversiones y derechos todas las obligaciones con terceros de la empresa. Difiere del valor de mercado puesto que se basa en normas y valoraciones propias de la contabilidad financiera.

**b) Valor contable ajustado:** consiste en rectificar los datos contables que figuran en el balance de situación para ajustar el valor del patrimonio neto a precios de mercado.

**c) Valor de liquidación:** anteriormente explicado, es el valor resultante de la venta de la totalidad de activos y la satisfacción de la totalidad de las deudas.

**d) Valor substancial:** es el valor necesario a invertir para poseer una empresa con las mismas condiciones a la valorada o el requerido para renovar todos los activos empleados en la actividad de explotación.

## Métodos basados en la cuenta de resultados

Estos métodos estiman el valor de la empresa en función de los resultados de su explotación mediante las partidas que componen la cuenta de pérdidas y ganancias como las ventas, el resultado de explotación o el beneficio neto de un ciclo contable determinado. No tienen en cuenta información ajena a la contable ni la evolución del negocio o el mercado.

**a) Múltiplo de los beneficios. PER:** según este método el valor de las acciones de una empresa es el resultado de multiplicar su beneficio neto por el coeficiente *Price Earning Ratio*, que indica la ganancia por acción pagada en la bolsa de valores. Relaciona el valor de mercado de una empresa

con la rentabilidad de sus acciones. Es el indicador más utilizado en la valoración de empresas con el método de múltiplos de comparación.

**b) Múltiplo de las ventas:** el valor de la empresa se estima en base al total de sus ventas multiplicado por un múltiplo de valor obtenido de un grupo de empresas comparables.

**c) Otros múltiplos:** también se emplean otros múltiplos en la utilización del método de múltiplos de comparación:

- $EV^3/EBIT^4$
- $EV/EBITDA^5$
- $EV/Cash\ Flow\ Operativo$
- Valor de las acciones/valor contable

Para la correcta elección de los múltiplos las herramientas más importantes son la experiencia, el conocimiento del mercado y de las compañías que integran el sector, y el sentido común.

### **Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o Goodwill**

Estos métodos se denominan mixtos puesto que estiman el valor de una empresa añadiendo los beneficios futuros que generan los activos intangibles que suponen una ventaja competitiva respecto a otras empresas de su sector y repercuten en un mayor valor para la empresa a la valoración estática de los recursos materiales y deudas a partir de la información contable. Esto se debe a que ciertos atributos que posee la empresa no se encuentran reflejados en su contabilidad, como pueden ser la imagen comercial, posicionamiento en el mercado, acuerdos entre empresas, etc.

Actualmente existen los siguientes métodos:

- Método de valoración “clásico”.
- Método simplificado de la “renta abreviada del Goodwill” o método de la UEC simplificado.
- Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC).

---

<sup>3</sup> EV: *Enterprise Value*

<sup>4</sup> EBIT: *Earnings before interest and taxes*

<sup>5</sup> EBITDA: *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*

- Método indirecto o método “de los prácticos”.
- Método anglosajón o método directo.
- Método de compra de resultados anuales.
- Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo.

En el presente trabajo no se emplean este tipo de métodos puesto que no se suelen utilizar por resultar de poca utilidad además de ser muy arbitrarios, tal y como dice el experto en valoración Fernández, P. (2008). Por ello, no se realiza un análisis en profundidad.

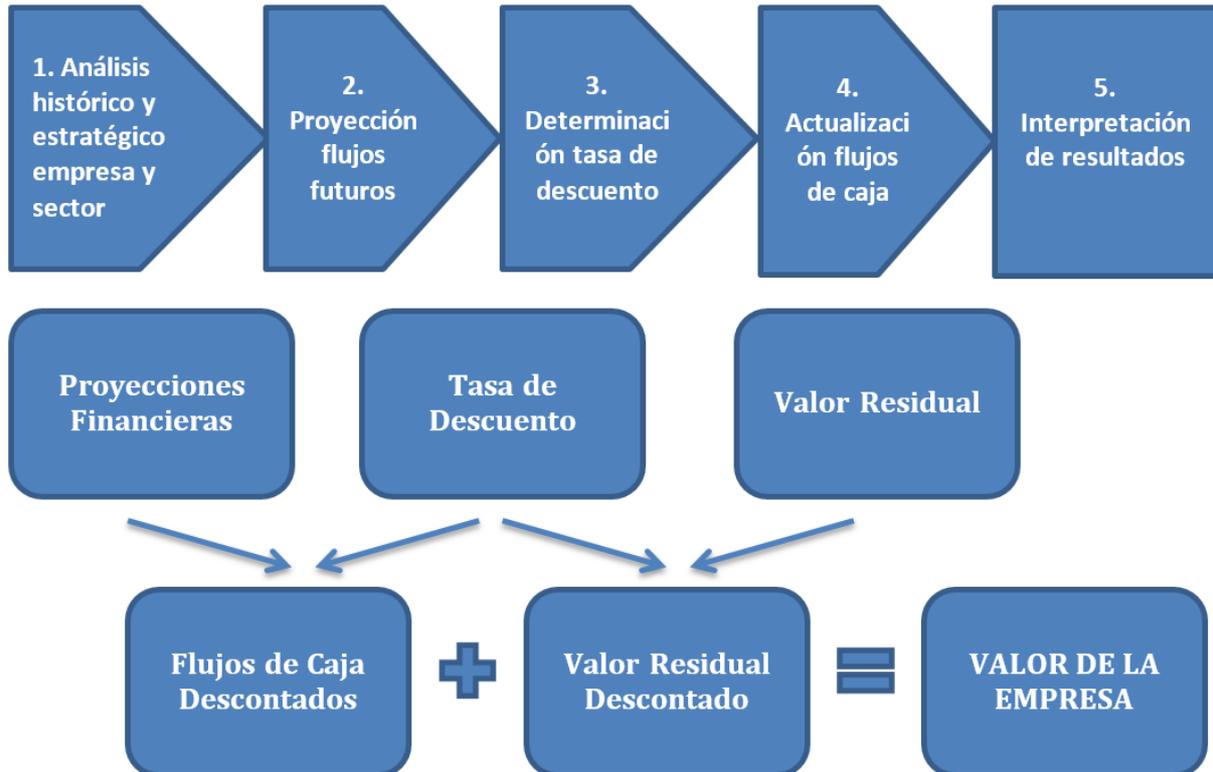
### **Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (cash Flow)**

Son los más utilizados en la actualidad por ser considerados los más correctos en cuanto a su metodología por priorizar los flujos de fondos que genera una empresa como principal indicador de su valor. Consisten en la estimación del valor de una empresa en base a un pronóstico de los beneficios que obtendrá en el futuro actualizados al momento presente con una tasa de descuento apropiada teniendo en cuenta la estructura de financiación de la empresa y la rentabilidad de activos financieros en el mercado.

Así pues, las proyecciones financieras atienden al pronóstico de la capacidad de la empresa para generar flujos monetarios y para una correcta estimación es imprescindible la realización de un análisis interno de la empresa y del sector en el que opera para poder ajustar a la realidad las estimaciones sobre la evolución de la explotación de la empresa en el futuro.

A continuación se muestra el procedimiento a seguir en la aplicación del método de descuento de flujos de caja para la valoración de empresas:

Ilustración 1: Etapas del método de descuento de flujos de caja.



Fuente: Fernández, P. (2005). *Guía rápida de Valoración de Empresas*. Barcelona: Gestión 2000. *Asignatura de Valoración de Empresas*. Elaboración propia.

Los métodos basados en el descuento de flujos de fondos estiman el valor de la empresa aplicando la siguiente fórmula:

$$V = \frac{FC_1}{1+k} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \frac{FC_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{FC_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Donde:

- $CF_i$  = flujo generado por la empresa en el período  $i$
- $VR_n$  = valor residual de la empresa en el periodo  $n$
- $k$  = tasa de descuento adecuada según el riesgo de los fondos

El valor residual representa el valor actual de los fondos potenciales que generará la empresa en periodos futuros de manera perpetua. Es un componente con un peso significativo en la estimación del valor final, en muchos casos más del 50% del total.

Éste se calcula utilizando una fórmula matemática basada en el Modelo de Gordon que trata de estimar el valor residual de una empresa de una forma simple asumiendo la obtención de flujos de fondos de manera indefinida o perpetua que evolucionan atendiendo a una tasa de crecimiento constante determinada.

$$Vr_n = \frac{\frac{FC_n(1+g)}{(k-g)}}{(1+k)^n}$$

Siendo:

- $Vr_n$  = valor residual de la empresa
- $FC_n$  = flujo generado por la empresa
- $k$  = tasa de descuento apropiada según el riesgo de los fondos
- $g$  = tasa de crecimiento constante de los flujos
- $n$  = número de años del periodo proyectado

En cuanto a la tasa de descuento aplicada para la actualización de los flujos de fondos a la fecha de valoración, dependiendo del tipo de flujos utilizado será conveniente emplear un tipo u otro de tasa. Por ello, es conveniente conocer los distintos tipos de flujos utilizados en la valoración de empresas.

Tabla 3: Relación de los distintos flujos de fondos y sus tasas de descuento.

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
<b>Cfac.</b> Flujo de fondos para los accionistas.	<b>k<sub>e</sub>.</b> Rentabilidad exigida a las acciones.
<b>CFd.</b> Flujo de fondos para la deuda.	<b>k<sub>d</sub>.</b> Rentabilidad exigida a la deuda.
<b>FCF.</b> Flujo de fondos de caja libre.	<b>WACC.</b> Coste ponderado de los recursos.
<b>CCF.</b> <i>Capital Cash Flow.</i>	<b>WACC antes de impuestos.</b>

Fuente: Fernández, P. (2005). *Guía rápida de Valoración de Empresas*. Barcelona: Gestión 2000. Elaboración propia.

**a) Flujo de Caja Libre:** también llamado *Free Cash Flow*, se trata de los fondos generados a partir de la explotación de la empresa que se destinan a satisfacer la deuda ajena junto con el coste de financiación y el coste de los capitales propios entendido como la remuneración de los accionistas una vez cubiertas las inversiones necesarias en activos y las deudas comerciales. Presume que el valor de la empresa resulta de la suma del valor de sus acciones y la totalidad de sus pasivos (E+D).

Dista del enfoque contable en cuanto al criterio del devengo de ingresos y gastos para considerar la perspectiva de la tesorería basada en el instante en que se producen entradas y salidas de fondos, siendo necesario realizar ciertos ajustes a la información que proviene de los estados contables para valorar los cobros y pagos producidos en la fecha de la valoración.

Esta magnitud financiera no considera la procedencia de la financiación de la empresa, es decir, el nivel de uso de deuda ajena o propia no afecta a la cuantía de los flujos de caja libres que genera

la empresa. Asimismo, tiene en cuenta la autofinanciación que resulta del gasto de amortización y deduce las necesidades operativas de fondos (NOF), esto es la financiación necesaria en las operaciones corrientes, el pago de impuestos e inversiones en activos fijos producidas en el periodo del cálculo del flujo.

$$FCF_i = EBIT(1 - t) + DA - WC - CAPEX$$

Siendo:

- *EBIT = Beneficio neto operativo*
- *EBIT(1-t) = Beneficio neto operativo después de impuestos*
- *t = tasa impositiva*
- *DA = Gasto de amortización*
- *WC = Variación en el capital circulante neto*
- *CAPEX = Inversión en activos fijos*

Este tipo de flujos de fondos utiliza el denominado WACC o Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC) como tasa de descuento para actualizar los flujos de caja libres futuros al momento actual. Representa el coste promedio de los recursos propios y ajenos que la empresa utiliza para financiar sus activos.

$$WACC = \frac{E * k_e + D * k_d(1 - t)}{E + D}$$

Donde:

- *E = valor de mercado de las acciones*
- *D = valor de mercado de la deuda*
- *Ke = rentabilidad exigida a las acciones*
- *Kd = coste de la deuda ajena*
- *t = tasa impositiva*

**Flujo de fondos para los accionistas:** representa la cantidad necesaria a abonar a los accionistas como remuneración de sus inversiones, que resulta de deducir al flujo de caja libre el montante destinado a la devolución del principal de la deuda y el pago de los gastos financieros incurridos con los propietarios de las obligaciones que contrata la empresa. Se actualiza con la tasa de descuento correspondiente al coste de la financiación propia ( $k_e$ ) que debe ser suficiente como para no ocasionar un coste de oportunidad a los inversores.

$$FC_{ac} = FCF - [intereses pagados (1 - t)] - pagos de principal + nueva deuda$$

Asimismo, el cálculo de la rentabilidad exigida por los accionistas se realiza con la aplicación del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Este modelo trata de determinar la rentabilidad de un activo financiero ( $k_e$ ) en base a la estimación de su riesgo en el mercado en función de su nivel de riesgo sistemático ( $\beta$ ), la prima de riesgo del mercado ( $P_M$ ) y la tasa de rentabilidad de inversiones sin riesgo ( $R_f$ ), como las letras del tesoro.

$$k_e = R_f + \beta P_M$$

**Flujo de fondos para la deuda:** se trata del flujo resultante de la devolución del principal y el abono de la carga financiera de la financiación ajena a los propietarios de la deuda. Resulta sencillo de calcular por disponer de las partidas que lo componen en los estados financieros. Se emplea como tasa de descuento el coste de la deuda ( $k_d$ ), que viene indicado en el histórico de las cuentas anuales o por los tipos de interés actuales de los créditos bancarios.

**Capital Cash Flow:** es el flujo resultante de la suma del flujo correspondiente a los propietarios de la financiación ajena y del flujo destinado a los propietarios de las acciones. Suele confundirse con el *Free Cash Flow*, la principal diferencia es que éste es el “hipotético flujo disponible para las acciones en caso de que la empresa no tuviera deuda” (Fernández, 2008). Sin embargo, el CCF sí tiene en cuenta el uso de endeudamiento para la estimación del valor de la empresa.

*CAPÍTULO 3*

---

*ANÁLISIS SECTORIAL: LA DISTRIBUCIÓN COMERCIAL  
MINORISTA*

Previamente al análisis interno de la empresa resulta conveniente adquirir una comprensión general sobre la situación del sector del comercio al por menor en España y su reciente evolución. Esto sirve a modo de introducción a la actividad económica de la empresa objeto de valoración, así como para hallar suficiente fundamentación como para permitir la realización de unas proyecciones financieras acertadas sobre la evolución futura de Decathlon, cuya actividad pertenece al sector del comercio minorista.

### **3.1. Situación actual y evolución del sector**

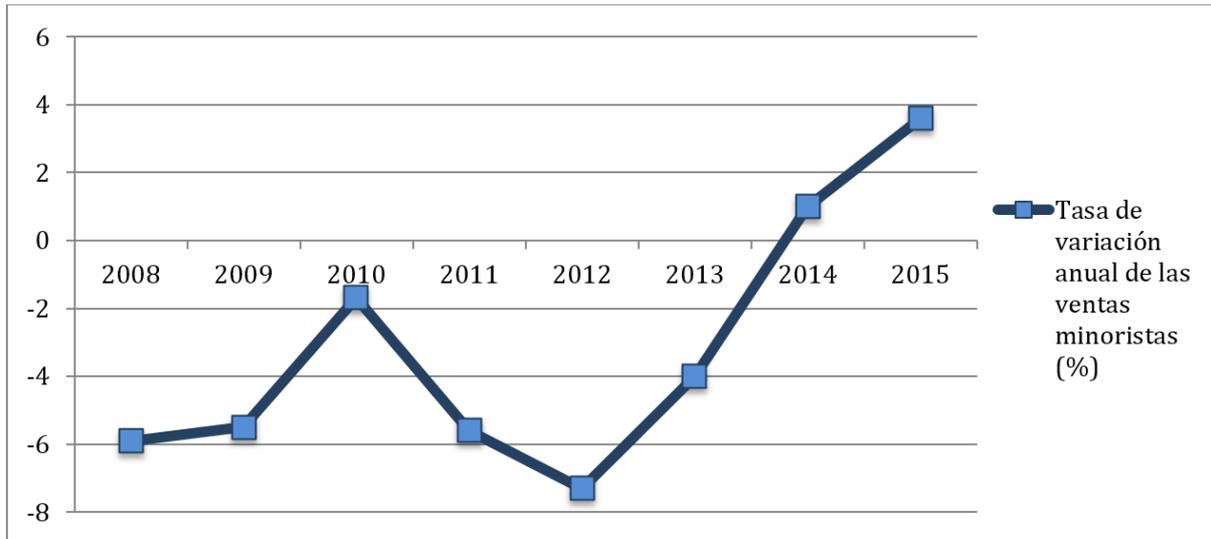
#### **3.1.1. Ventas**

En primer lugar, según los datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística referidos a finales de 2015, la actividad comercial en España cubre un 12,20% del PIB total, siendo el comercio minorista el 5,30% del mismo. El 14,70% del tejido empresarial corresponde al sector de la distribución al por menor con un total de 469.938 empresas en el territorio nacional.

En este contexto, la actividad comercial (mayorista y minorista) en España registró un incremento de 4,90% durante 2015 respecto al pasado año, revelando un crecimiento del sector que se produjo a un ritmo de avance superior al de la economía del país con un 3,20% de PIB. Asimismo, las ventas minoristas en España en 2015 registraron una recuperación superior al dato medio de los países de la Unión Europea, de un 2,80% y por delante países como Italia y Alemania. Estos datos indican una evolución favorable del sector de la distribución comercial.

El gráfico 1 muestra un incremento de las ventas al por menor de un 3,60% en 2015, en términos reales descontando el efecto de los precios, respecto a una tasa del 0,90% en 2014. A pesar de que la facturación de las ventas minoristas en 2015, de 207.937 millones de euros, continúa sin retornar a los valores del inicio de la crisis económica, ha sido el año de mayor crecimiento interanual desde entonces. Esta tendencia al alza tuvo su punto de inflexión en el tercer trimestre de 2013.

Gráfico 1: Evolución de las ventas constantes del sector minorista en España, 2008-2015.



Fuente: INE. Elaboración propia.

Además, observar la evolución de los datos del índice del comercio minorista resulta de gran valor, pues es una medida que describe el desarrollo de la actividad de las empresas pertenecientes al sector y la ocupación dentro del mismo. La tabla 4 recoge las series del Índice del comercio al por menor (ICM) general, general sin incluir la venta de carburantes en estaciones de servicio, subsector de la alimentación y bebidas, general excluyendo el comercio de la alimentación e índice que solo contempla el comercio de grandes superficies.

Tabla 4: Índices de comercio al por menor a precios constantes, 2012-2015.

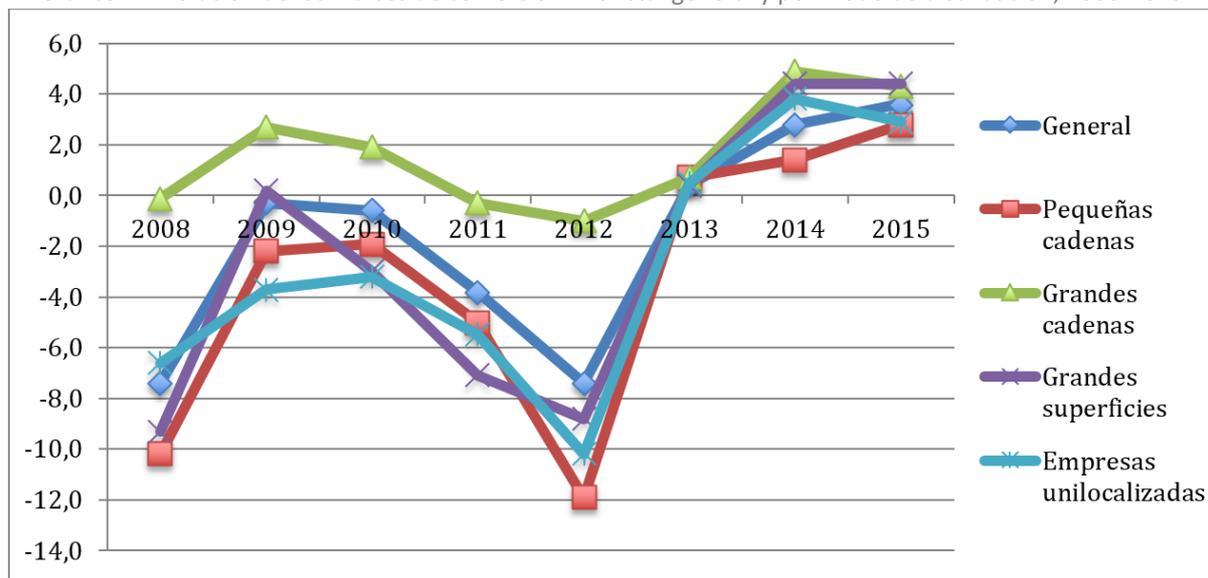
Año	General		General sin Estaciones de Servicio		Alimentación		No Alimentación		Grandes Superficies	
	Índice	%	Índice	%	Índice	%	Índice	%	Índice	%
2010	100,0	-1,7	100,0	-1,0	100,0	-0,4	100,0	-1,4	100,0	-1,9
2011	94,4	-5,6	94,6	-5,4	97,3	-2,7	92,6	-7,4	92,9	-7,1
2012	87,4	-7,4	87,8	-7,2	94,1	-3,3	83,3	-10,1	84,4	-9,1
2013	84,0	-3,9	84,4	-3,8	91,4	-2,9	79,2	-4,9	80,8	-4,3
2014	84,9	1,1	85,3	1,0	92,2	0,9	80,4	1,4	82,0	1,5
2015	87,9	3,6	87,9	3,0	92,7	0,6	84,0	4,5	85,5	4,3

Fuente: INE. Elaboración propia.

Estos datos confirman la evolución de las ventas minoristas anteriormente comentada. Las tasas de variación anual media de cada tipo de índice se tornan positivas en 2014, anunciando una recuperación en la facturación de las empresas. Los valores del 2015 revelan un rápido

crecimiento en la actividad del comercio al por menor, siendo más notable en las grandes superficies y en el comercio que no incluye alimentación y bebidas. En dicho año se registraron 583.796 establecimientos correspondientes a la actividad comercial minorista, un 16,20% del total en el país, donde las grandes superficies tuvieron el mayor crecimiento interanual, un 4,40%.

Gráfico 2: Evolución de los índices de comercio minorista: general y por modo de distribución, 2008-2015.



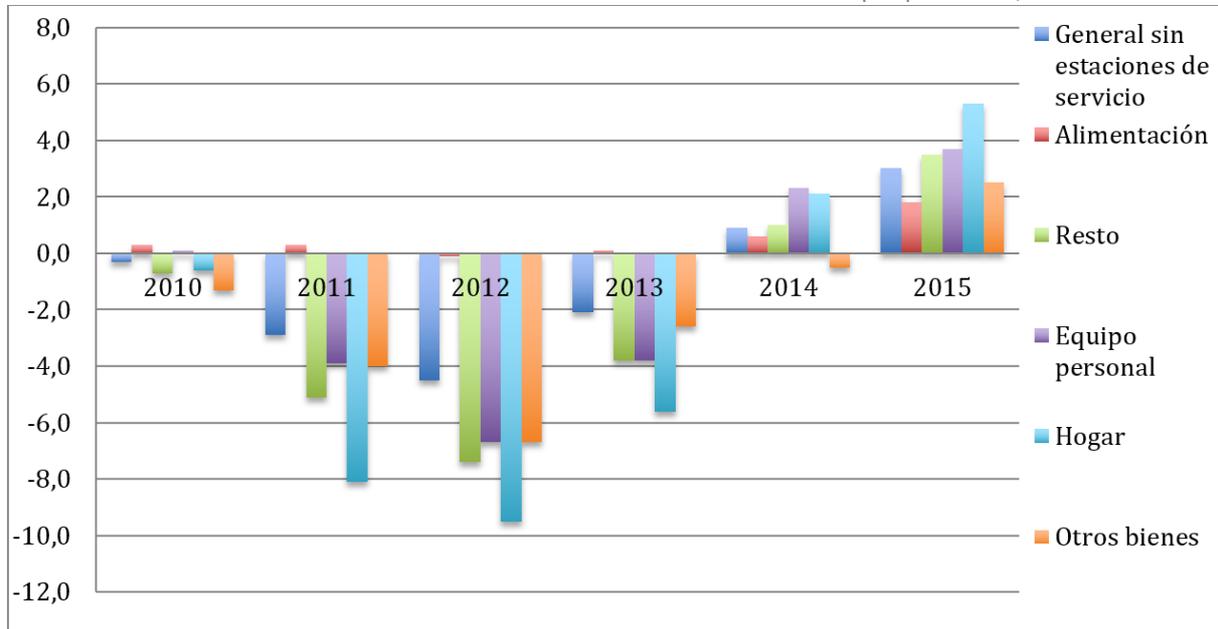
Fuente: INE. Elaboración propia.

Así pues, el gráfico 2 evidencia una evolución de las ventas positiva en todos los modos de distribución aunque con algunas diferencias: en empresas unilocalizadas la tasa de variación se contrajo un -1,10% en 2015 respecto al valor del año previo, situándose en el 2,90%; las grandes cadenas y grandes superficies presentan valores similares, 4,30% y 4,40%, respectivamente; en cuanto a las pequeñas cadenas, se produjo un incremento de 2,80%, una evolución similar al de las empresas unilocalizadas. Se observa que el índice de comercio de las grandes cadenas ha sido el más estable en el periodo analizado, indicando una menor correlación de las ventas mediante este modelo de negocio con las fluctuaciones de la economía.

En lo que respecta al tipo de producto, en referencia al año 2015, los relacionados con el hogar obtuvieron la mayor tasa de variación media anual, un 5,30%, continuando un crecimiento iniciado el año anterior. Seguidamente, el equipamiento personal compuesto por ropa, calzado y accesorios aumentó un 3,70% y los productos ocasionales (Resto) donde forman parte los artículos deportivos se incrementó un 3,50%, registrando el segundo mayor aumento diferencial solo superado por los productos de hogar. Por último, la alimentación es el tipo con menor tasa de

crecimiento medio, con un 1,80%, no obstante también consigue superar el valor registrado en el año previo.

Gráfico 3: Tasas de variación anual de los índices de comercio minorista por productos, 2010-2015.



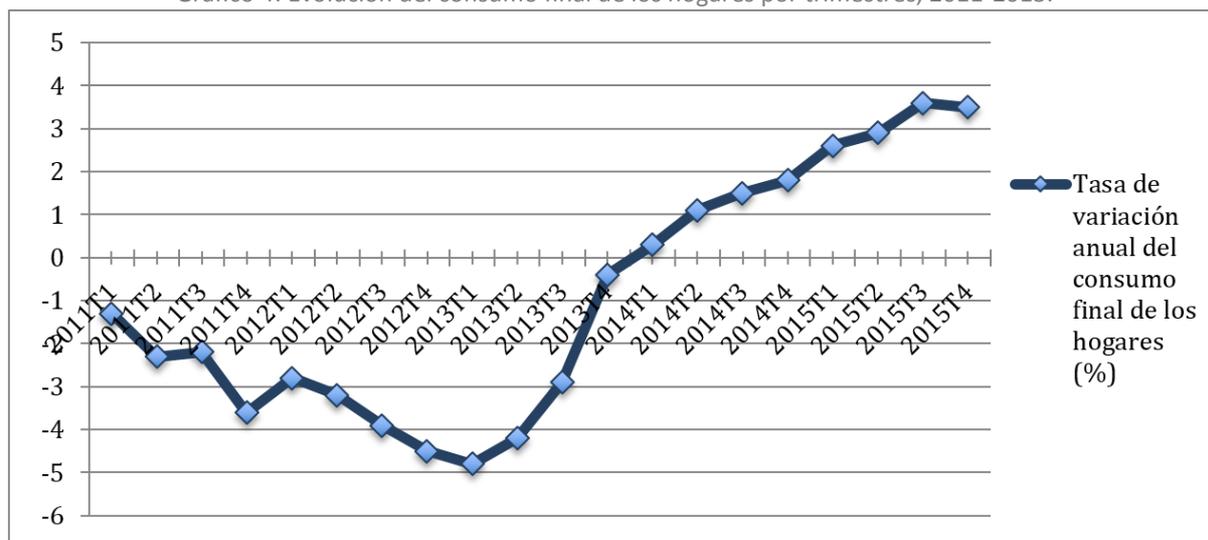
Fuente: INE. Elaboración propia.

De este modo, se torna a evidenciar un punto de inflexión favorable en las ventas de prácticamente todas las tipologías de producto hacia el año 2014, en línea con la evolución de las ventas minoristas anteriormente comentada. Principalmente se produjo un crecimiento en los productos de hogar y equipo personal, con tasas de variación interanual positivas de 2,30% y 2,10%, en 2014, mientras que en el año inmediatamente anterior presentaban unas tasas negativas de -3,80% y -5,60%, respectivamente.

### 3.1.2. Consumo privado

Por otro lado, la evolución del consumo de las familias en España en los últimos años nos permite inferir sobre la capacidad de gasto de la población en el país y debería reflejar la recuperación en las ventas que se ha detallado previamente. El gráfico 4 apunta un cambio de tendencia a finales de 2013 con un crecimiento al alza que se mantuvo durante 2015, alcanzando una tasa de variación anual del 3,50% en el cuarto trimestre.

Gráfico 4: Evolución del consumo final de los hogares por trimestres, 2011-2015.



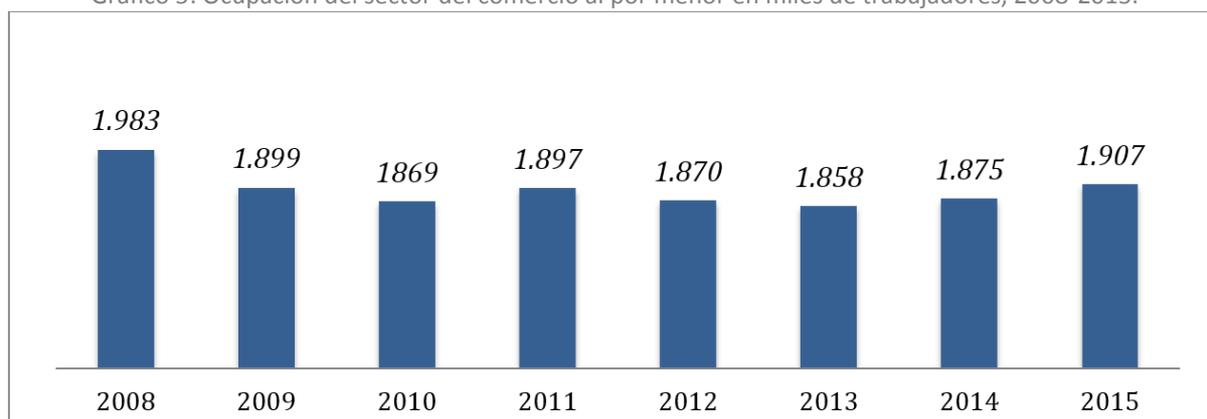
Fuente: INE. Elaboración propia.

La Asociación Nacional de Grandes Empresas de Distribución (ANGED), en su análisis anual del sector comercial, señala el gasto en consumo privado de los hogares, que registró una tasa de variación media interanual del 3,10% en 2015, como principal motor de recuperación económica y crecimiento de la actividad comercial en España. Esto junto con lo indicado por el índice de confianza del consumidor a diciembre de 2015, que registró 5,4 puntos, 12,5 puntos por encima del pasado año y manteniendo una tendencia alcista, la disminución de los tipos de interés y la mejora de las condiciones de crédito han contribuido a la mejora del consumo.

### 3.1.3. Ocupación

Atendiendo al empleo, resulta imprescindible el estudio de su evolución para un buen análisis de cualquier sector. Según los datos de la Encuesta de Población Activa, a finales del 2015 cerca del 10,50% de ocupación de la economía española corresponde al comercio minorista, aproximadamente 1.907.000 personas. El gráfico 5 refleja la evolución del nivel de ocupación en el sector minorista desde los inicios de la crisis económica.

Gráfico 5: Ocupación del sector del comercio al por menor en miles de trabajadores, 2008-2015.



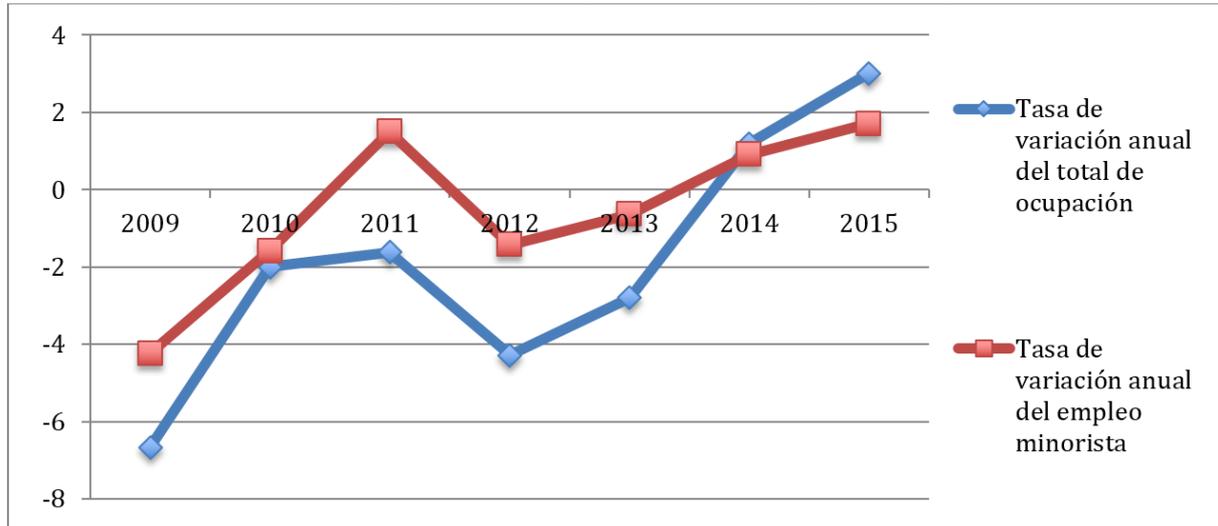
Fuente: INE. Elaboración propia.

Se observa una caída del número de empleados en el sector durante los dos años posteriores al 2008, año de inicio de la crisis económica, un decrecimiento que tuvo un ligero repunte en 2011 de corta duración y que continuó con una disminución de otros dos años. Finalmente, en 2014 se advierte una tendencia positiva de recuperación en la ocupación del sector que, aunque se mantiene hasta finales de 2015, no es suficiente para retornar a los valores previos a la crisis.

Continuando en términos de ocupación, el año 2015 el empleo minorista incrementó en 32.200 trabajadores, con una tasa de variación interanual media del 1,70%, respecto a 2014. En comparación con el total de la economía, que registró un crecimiento del 3,0%, la rapidez de la recuperación del sector minorista no ha alcanzado el de otros sectores, en términos de empleo. No obstante, según lo publicado por la ANGED, la ocupación del comercio minorista solo se ha visto perjudicado en un -5,0% respecto al 2007, anterior a la crisis económica, frente al -12,70% de pérdida conjunta en los sectores de la economía en España.

Se podría concluir, pues, que el empleo en el sector del comercio al por menor es robusto respecto al resto y resiste mejor las fluctuaciones en el mercado del trabajo. Esto se puede apreciar en el gráfico 6 que muestra la evolución del número de trabajadores en el comercio minorista, frente al total de ocupación de la economía en España.

Gráfico 6: Evolución del empleo minorista respecto al total de ocupación en España, 2009-2015.



Fuente: INE. Elaboración propia.

### 3.1.4. Precios e inflación

A continuación se analiza un indicador que resulta de gran utilidad en todo análisis sectorial, la inflación, que se puede determinar a través del Índice de precios de consumo (IPC). Se trata de una medida de la evolución de los precios de los productos que componen la cesta de la compra que consumen las familias en el país. El estudio sobre la evolución de los valores indica la capacidad adquisitiva de los hogares y, por tanto influye en el consumo privado. La tabla 5 muestra los datos del INE sobre el IPC general y de la subclase de artículos deportivos, así como las variaciones anuales medias de cada índice.

Tabla 5: Índice de precios de consumo (IPC) general y de artículos de ocio y deporte, 2008-2015.

IPC	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Índice general</i>	95,46	95,19	96,90	100,00	102,45	103,89	103,73	103,21
- Var. Anual (%)	4,08	-0,29	1,80	3,20	2,45	1,41	-0,15	-0,50
<i>Otros artículos recreativos y deportivos</i>	99,90	100,95	100,35	100,00	99,17	98,96	95,32	92,99
- Var. Anual (%)	1,05	-0,60	-0,14	-0,21	-0,83	-0,20	-3,68	-2,45

Fuente: INE. Elaboración propia.

A partir de estos datos deducimos sobre un periodo de deflación en los años 2014 y 2015, una caída general en los precios de bienes y servicios en España. Por lo que respecta al índice que solo contempla los artículos recreativos y deportivos, se observa una deflación iniciada en 2009 que se

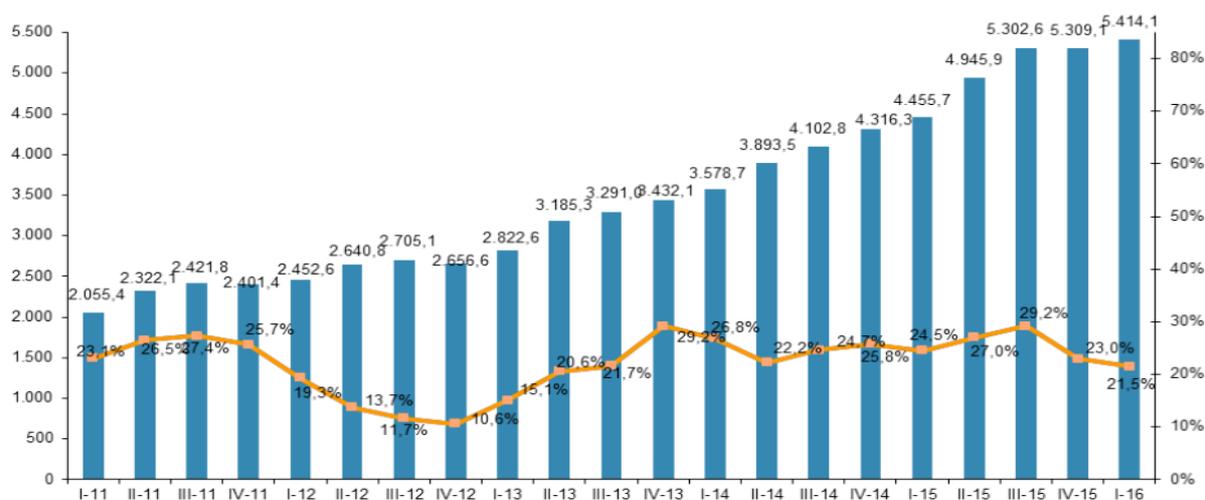
ha ido agravando desde entonces, hasta alcanzar el -2,45% de variación anual en 2015. A priori, estos datos anunciarían una recesión en la economía, pues históricamente se ha relacionado la deflación con un retroceso en la demanda y exceso de oferta, sin embargo, el reciente crecimiento de la economía del país y la tendencia alcista de las ventas minoristas indican lo contrario. Si se mantienen los niveles salariales, una reducción de los precios conlleva una mejora en la capacidad de compra de la población y ello contribuye a mejorar la demanda interna.

Por último y como dato adicional para completar el estudio sobre la inflación, las previsiones sobre la evolución de precios publicadas en el informe económico de Fundación de Cajas de Ahorros (Funcas) anuncian el fin de la deflación hacia finales de 2016, con un aumento del IPC que, aunque positivo, no alcanzaría el 1,0%. La tendencia de encarecimiento de bienes y servicios se estima que se incremente en 2017, con una inflación media anual del 2,0%.

### 3.1.5. Comercio electrónico

Finalmente, concluimos el apartado con un análisis sobre la creciente evolución y consolidación del comercio electrónico en España en los años recientes, basado en los informes que publica la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC). El gráfico 7 muestra la evolución del volumen de negocio del comercio electrónico en los últimos cinco años, por trimestres.

Gráfico 7: Evolución del volumen de negocio del comercio electrónico, 2011-2015 en millones de euros y tasas de variación anual.



Fuente: CNMC. Nota de prensa CE IT 2016.

Del gráfico anterior se desprende que en el periodo comprendido entre 2011 y 2015 el comercio electrónico ha tenido tasas de variación anuales positivas durante todos los trimestres, con valores comprendidos entre 10,60% y 29,20%. Además, el volumen de negocio del cuarto trimestre de 2015, 5.309,1 millones de euros, consigue superar el doble del valor del mismo trimestre cuatro años atrás y registra una tasa de variación interanual del 23,0%, lo que revela un fuerte crecimiento en la facturación de las empresas a través de las tecnologías de la información y la comunicación en plena crisis económica.

Se observa cómo en el primer trimestre de 2016, el volumen de negocio en compraventa electrónica dentro del país supuso un 40,20% del total, una cifra superada por las compras con origen en España realizadas a sitios web fuera del país, con un 44,10%, principalmente hacia Europa con un 92,60%, mientras que las compras extranjeras con España solo suponen el 15,70%. Asimismo, los ingresos facturados por comercio electrónico en el interior del país tuvieron un ritmo de crecimiento notable, de un 25,30% de tasa anual respecto al mismo trimestre de 2015. Como dato adicional, se estima que cerca del 60% de las compras fueron realizadas mediante tarjetas de débito o crédito a través de internet.

### **3.2. Análisis de la posición competitiva de la empresa**

Decathlon España S.A.U. lidera el sector del comercio al por menor de artículos deportivos en establecimientos especializados en 2015 en términos de ventas, además de ocupar la posición 78 en el Ranking Nacional de Empresas elaborado por El Economista<sup>6</sup>, con una cifra de ventas que asciende a los 1.577.668.460 euros de un total de 2.436.990.397 euros facturados por el sector en dicho año. Esto supone una cuota de mercado del 64,74%, que se encuentra muy por encima de sus rivales en España, que poseen un nivel de ventas inferior.

Dentro del CNAE 4764 se encuentran un total de 1.851 empresas (SABI, 2017), de las cuales sólo seis pueden considerarse las más importantes en términos de ventas y que, aún teniendo una cuota de mercado mucho menor que Decathlon, son sus principales competidoras en el sector. Estas empresas son las siguientes:

---

<sup>6</sup> <http://ranking-empresas.economista.es/DECATHLON-ESPANA-SAU.html>

- Sport Street, S.L.
- Sprinter Megacentros del Deporte, S.L.
- Forum Sport, S.A.
- Intersport CSS, S.A.
- Sport Zone España Comercio de Artículos de Deporte, S.A.
- Décimas, S.L.U.

En la tabla 6 se recogen los principales indicadores financieros de las cuentas anuales, así como del volumen de la plantilla, de las empresas anteriormente mencionadas a partir de los cuales se pretende evaluar la situación competitiva de Decathlon en su sector:

Tabla 6: Datos de las empresas competidoras de Decathlon a partir de sus CCAA, miles de euros.

	Decathlon	Sport Street	Sprinter	Forum Sport	Intersport	Sport Zone	Décimas
<i>Ventas</i>	1.577.668	154.337	135.783	116.893	74.619	44.782	10.952
<i>Empleados</i>	15.049	1.247	1.238	787	84	453	100
<i>Activo</i>	622.624	122.468	81.402	92.156	49.802	47.522	5.115
<i>Fondos propios</i>	243.903	78.759	40.046	51.752	6.227	16.048	2.551
<i>Margen ventas (€/ud.)</i>	0,10	0,07	0,07	0,05	0,02	-0,80	-0,05
<i>Resultado</i>	111.508	9.077	8.849	3.895	268	-8.947	-595

Fuente: SABI. Elaboración propia.

La información económica de estas empresas corrobora el liderazgo que Decathlon posee en el sector comercial deportivo. Su cifra de ventas es muy superior a la de sus competidores, así como los beneficios que genera. Su volumen de activo es cinco veces mayor al de su rival más cercano, Sport Street y posee 12 veces más empleados que el mismo, indicando su gran despliegue de establecimientos en el territorio español. Por último, la ganancia por unidad vendida es la más elevada, así como la productividad de su activo en relación con el volumen de ventas. Todo ello indica una clara ventaja competitiva en su sector.

### 3.3. Análisis PESTEL

Con el fin de complementar el estudio realizado del sector es muy conveniente obtener una visión general sobre los aspectos externos más influyentes que afectan de forma directa e inmediata a la empresa y que determinan su desarrollo y estrategias futuras. Para ello se contemplan los factores político-legales, económicos, sociales, tecnológicos y ecológicos más relevantes a través de la herramienta PESTEL.

Ilustración 2: Factores contemplados en el análisis PESTEL.

Político-legales	Económicos	Sociológicos	Tecnológicos	Ecológicos
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gobierno</li> <li>▪ Tributación</li> <li>▪ Legislación laboral</li> <li>▪ Regulación Comercio minorista</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Crecimiento</li> <li>▪ Inflación</li> <li>▪ Empleo</li> <li>▪ Política monetaria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Demografía</li> <li>▪ Estilo de vida</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ TIC</li> <li>▪ Comercio electrónico</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Responsabilidad Social Corporativa</li> <li>▪ Medidas medioambientales</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia.

#### 3.3.1. Factores político-legales

La situación de inestabilidad política a la espera de formación de un nuevo gobierno provocó incertidumbre en el mundo empresarial tras dos elecciones generales que arrojaron unos resultados difíciles, exigiendo un pacto entre partidos políticos dispares. Finalmente se eligió al gobierno que se encontraba en funciones, aportando cierta claridad a los empresarios españoles, que confían en que las reformas y nuevas políticas que establezca sigan en línea con sus anteriores legislaturas. Hay que tener en cuenta que éstas afectarán a la facturación y estrategias de las empresas, concretamente en materia de tributación, legislación laboral y ayudas al emprendimiento, entre otras.

El gobierno introdujo una serie de modificaciones tributarias en 2015 con la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades<sup>7</sup> que pretenden aliviar la presión fiscal e incentivar el tejido empresarial español como en la compensación de bases imponibles negativas sin límite

<sup>7</sup>[http://www.agenciatributaria.es/static\\_files/AEAT/Contenidos\\_Comunes/La\\_Agencia\\_Tributaria/Segmentos\\_Usuarios/Empresas\\_y\\_profesionales/Impuesto\\_sociedades/Novidades\\_Impuesto\\_Sociedades\\_publicadas\\_2014/Reforma\\_Sociedades.pdf](http://www.agenciatributaria.es/static_files/AEAT/Contenidos_Comunes/La_Agencia_Tributaria/Segmentos_Usuarios/Empresas_y_profesionales/Impuesto_sociedades/Novidades_Impuesto_Sociedades_publicadas_2014/Reforma_Sociedades.pdf)

temporal, exención en el tratamiento de doble imposición internacional e interna que ayuda a la internacionalización empresarial, cambios en el tipo de gravamen general del 30% al 25%, manteniendo un 15% para entidades de nueva creación el primer año de base imponible positiva y el siguiente, además de un tipo de 30% para entidades de crédito.

Es importante destacar que los cambios en los impuestos indirectos tienen un gran impacto en el gasto de los consumidores. Una nueva subida en el impuesto sobre el valor añadido (IVA) influiría negativamente en la facturación del sector de la distribución comercial y no ayudaría a que se mantuviese la recuperación del último año. Las empresas se verían forzadas a redefinir sus estrategias comerciales para mantener su cifra de negocios, tal y cómo sucedió a finales de 2012 y durante la crisis económica.

En 2014 se introdujeron algunos cambios en la normativa laboral con intención de mejorar la competitividad de las empresas a través de medidas para flexibilizar las relaciones laborales en materia de contratación temporal, periodo de prueba y contrato en prácticas encaminadas a ajustar el mercado laboral y reducir el desempleo<sup>8</sup>.

La Directiva 2006/123/CE, de 12 de diciembre, relativa a los servicios en el mercado interior<sup>9</sup> regula y normaliza el sector del comercio minorista a nivel europeo. Contiene “las disposiciones generales necesarias para facilitar el ejercicio de la libertad de establecimiento de los prestadores de servicios y la libre circulación de los servicios, manteniendo, al mismo tiempo, un nivel elevado de calidad en los servicios.” (Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea, 2006).

La Ley 1/2010, de 1 de marzo<sup>10</sup>, de reforma de la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista adaptó la normativa existente sobre el funcionamiento de la actividad de distribución al por menor en España a la Directiva ya mencionada para incluir disposiciones en materia de derecho comunitario, además de normas adaptadas a los cambios en hábitos de consumo y nuevas formas de venta de la población española.

---

<sup>8</sup> <http://br.escueladenegociosydireccion.com/business/asesoria/cambios-en-la-legislacion-laboral/>

<sup>9</sup> <https://www.boe.es/doue/2006/376/L00036-00068.pdf>

<sup>10</sup> [https://www.boe.es/diario\\_boe/txt.php?id=BOE-A-2010-3365](https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2010-3365)

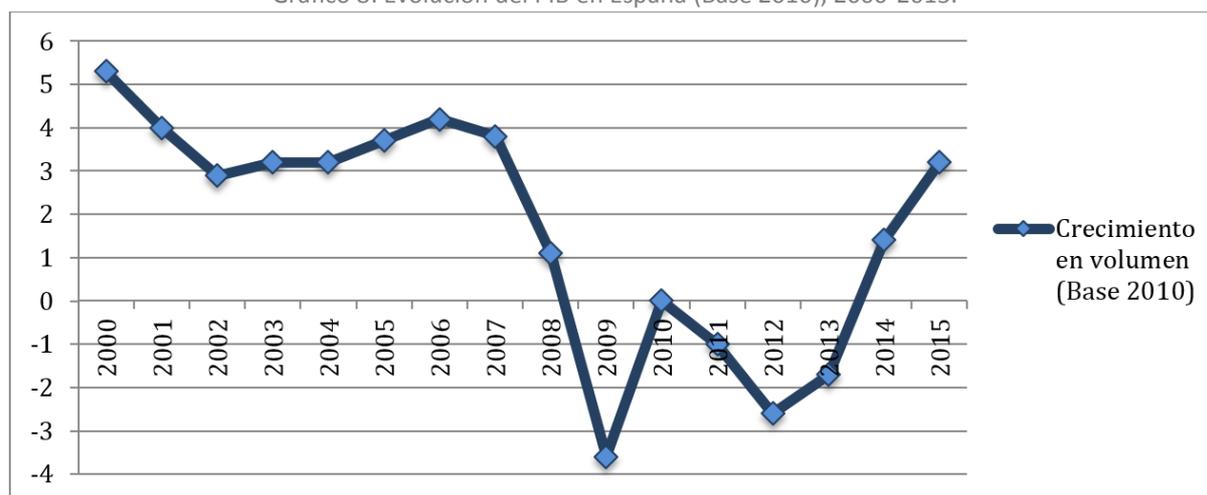
Así pues, la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista<sup>11</sup> contiene las disposiciones legales en materia de condiciones de los establecimientos comerciales licencias, garantías, libertad de política de precios, plazos y métodos de pagos a proveedores, calidad de productos rebajados, infracciones leves y graves, sanciones...

### 3.3.2. Factores económicos

La evolución del Producto Interior Bruto en la última década refleja el periodo de recesión en España como consecuencia de la crisis económica iniciada en el 2008, donde la tasa de variación del PIB se convirtió en negativa. Se puede observar cómo el año 2014 es el primero en anunciar un crecimiento económico, concretamente del 1,40% respecto al año anterior, cambio favorable en la economía española que anuncia recuperación económica.

Atendiendo a las proyecciones macroeconómicas del Banco de España,<sup>12</sup> indican un crecimiento del PIB del 2,70%, 2,30% y 2,10% durante los años 2016, 2017 y 2018, respectivamente. Asimismo, el Fondo Monetario Internacional<sup>13</sup> anunció en 2015 unas perspectivas de crecimiento del PIB real español en torno al 1,80% para 2020.

Gráfico 8: Evolución del PIB en España (Base 2010), 2000-2015.



Fuente: INE. Elaboración propia.

<sup>11</sup> <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1996-1072>

<sup>12</sup> <http://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/AnalisisEconomico/AnalisisEconomico/ProyeccionesMacroecomicas/ficheros/be1606-proy.pdf>

<sup>13</sup> <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/texts.pdf>

Como dato adicional, las previsiones económicas publicadas en el Panel de Previsiones de la Economía Española de la Fundación de Cajas de Ahorros (Funcas, 2016) muestran un consenso de organismos especializados que realizan investigaciones económicas más optimistas, especialmente en lo concerniente a la evolución del PIB en 2016, un 3,20%, frente al 2,70% del Banco de España.

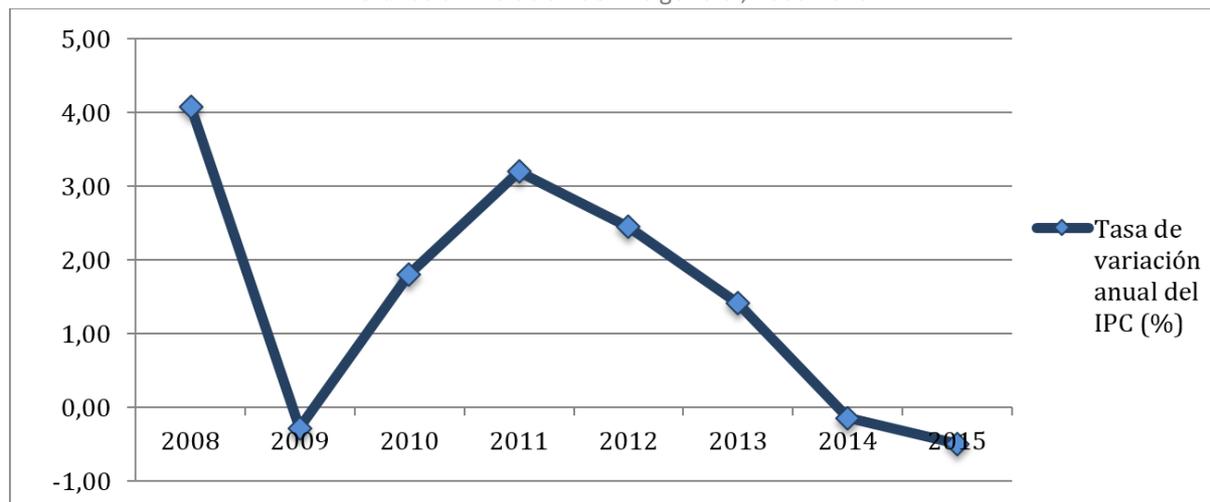
Tabla 7: Previsiones económicas para España de 2016 y 2017, tasas de variación anual.

	PIB		Consumo privado	
	2016	2017	2016	2017
AFI	3,2	2,3	3,5	2,5
Axesor	3,2	2,6	3,3	2,1
BBVA	3,3	2,5	3,3	2,3
Bankia	3,2	2,5	3,4	2,5
CaixaBank	3,2	2,4	3,3	2,3
Cemex	3,2	2,5	3,4	2,6
CEEM-URJC	3,2	2,3	3,3	2,3
CEPREDE-UAM	3,1	2,1	3,1	2,0
CEOE	3,1	2,3	3,1	2,4
Funcas	3,1	2,3	3,3	2,2
ICAE-UCM	3,2	2,4	3,4	2,3
IEE	3,2	2,4	3,4	3,0
IFL-UC3M	3,1	2,1	3,4	3,0
Intermoney	3,2	2,2	3,3	2,2
Repsol	3,2	2,6	3,4	2,6
Santander	3,1	2,2	3,4	2,5
Solchaga Recio & asociados	3,2	2,2	3,5	2,3
Consenso (Media)	3,2	2,4	3,4	2,4

Fuente: Fundación de Cajas de Ahorros (Funcas). <https://www.funcas.es/Indicadores/Indicadores.aspx?file=4>.  
Elaboración propia.

En cuanto a la evolución de la inflación, el año 2014 fue el inicio de un periodo de deflación con una tasa de variación media anual del -0,15%, una tendencia que se mantuvo en 2015 con una disminución del -0,50% en los precios, abaratando la cesta de la compra. El INE prevé una tendencia moderadamente favorable para los próximos años, finalizando el 2016 con un punto de inflexión en los precios de consumo, que no llegaría a alcanzar el 1,0% y un repunte de un 1,6% al alza para 2017, debido a políticas monetarias del BCE y un encarecimiento del precio del petróleo.

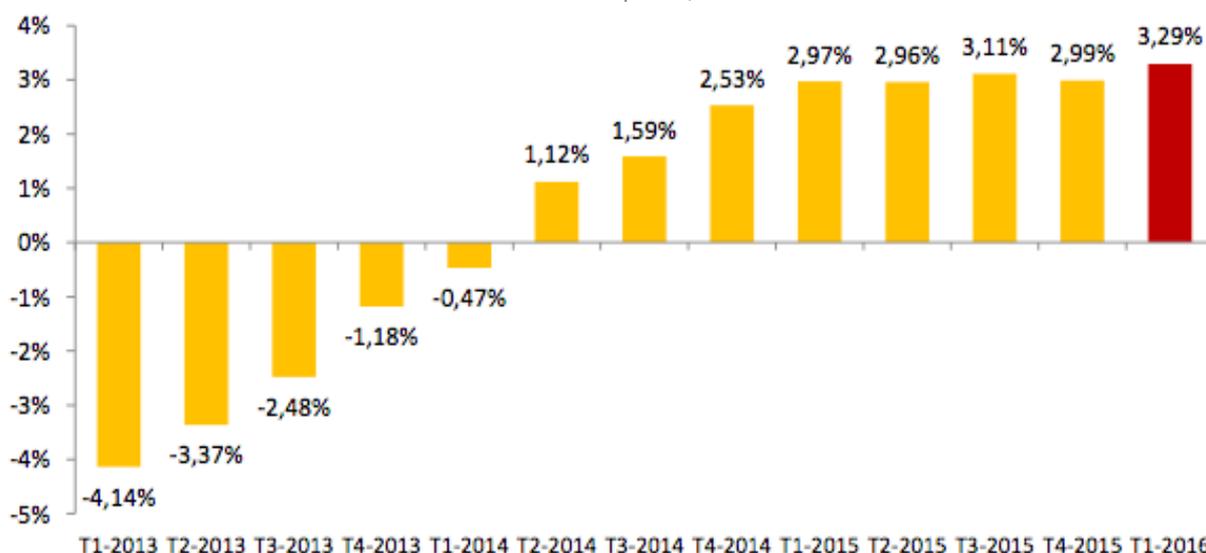
Gráfico 9: Evolución del IPC general, 2008-2015.



Fuente: INE. Elaboración propia.

En relación al empleo, se puede afirmar una evolución favorable del número de ocupados y una reducción de la tasa de paro del 21,0% en el primer trimestre de 2016. El desempleo comenzó su contracción el segundo trimestre de 2014 y, desde entonces se han registrado tasas de variación positivas en cada periodo que demuestran la recuperación económica del país. No obstante, el volumen de desempleados sigue siendo elevado.

Gráfico 10: Evolución del total de ocupados, tasa de variación interanual.



Fuente: INE. Encuesta de Población Activa (EPA)<sup>14</sup>. T1-2016.

En este contexto, el año 2015 resultó favorable en la generación de empleo con un incremento en la ocupación del 3,0% medio anual respecto a 2014 y una tasa de paro del 21,45% según la Encuesta de Población Activa. En cuanto a la Seguridad Social, se produjo un incremento de

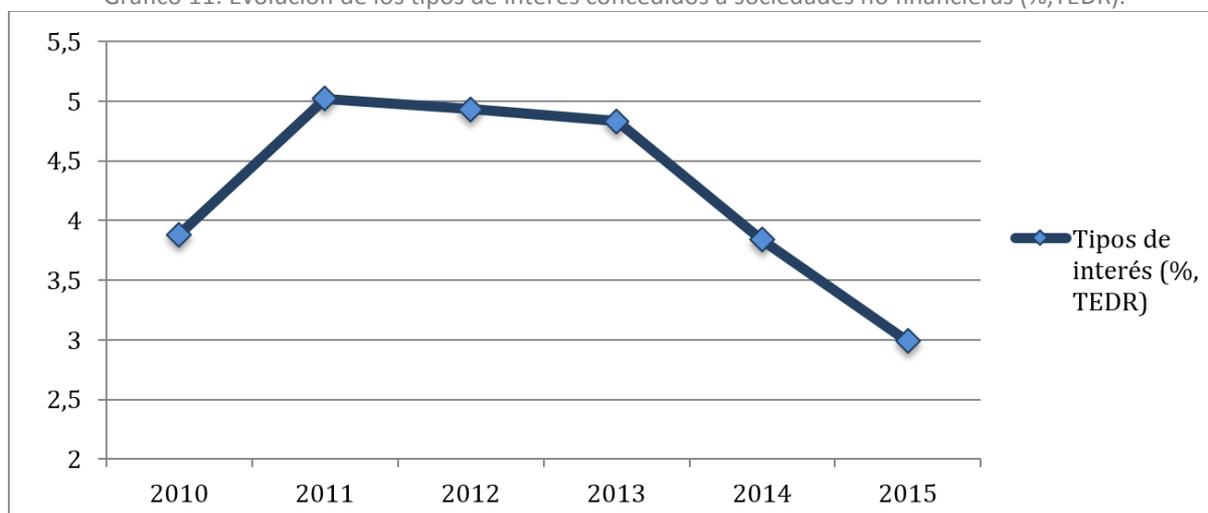
<sup>14</sup> <http://www.ine.es/daco/daco42/daco4211/epa0116.pdf>

afiliaciones de un 3,1% indicando una recuperación del mercado laboral y un cambio de tendencia respecto al 2014.

Por otro lado, en lo concerniente a políticas monetarias, en la última década, y como medida ante la crisis económica, el Banco Central Europeo ha mantenido los tipos de interés bajos con objeto de reactivar la economía europea permitiendo a las empresas acceder a una financiación más barata, así como mejorar las condiciones hipotecarias de las familias, en caso de estar vinculadas a los cambios del Euribor, favoreciendo el consumo privado.

Asimismo, las tasas de variación mensual del Euribor<sup>15</sup> se han reducido gradualmente estos últimos cuatro años, registrándose un 1,84% en enero de 2012 que ha pasado al 0,54% en diciembre de 2014 y al -0,028% en junio de 2016. Esto se ve reflejado, por ejemplo, en la TEDR de los créditos concedidos a sociedades no financieras por un importe de hasta un millón de euros con operaciones a plazo de entre 1 y 5 años ha ido disminuyendo significativamente desde 2011, pasando de un 5,02% en dicho año a un 2,99% en 2015.

Gráfico 11: Evolución de los tipos de interés concedidos a sociedades no financieras (% TEDR).



Fuente: INE. Elaboración propia.

<sup>15</sup> <http://www.euribor.com.es/valor-euribor/>

### 3.3.3. Factores sociodemográficos

A tenor de los últimos resultados de descenso gradual de la población española, el Instituto Nacional de Estadística (INE) ha realizado un pronóstico futuro de la demografía<sup>16</sup> que prevé una reducción de la población, un envejecimiento progresivo y un saldo vegetativo negativo donde el aumento de las defunciones supera la tasa de la natalidad.

El año 2010 fue el primero en registrar un saldo migratorio negativo (-42.675), siendo la principal causa del descenso significativo de la población en los últimos años. Desde entonces las emigraciones han superado las inmigraciones, alcanzando un saldo de -256.849 en 2013. No obstante, se estima que la situación migratoria revierta y el saldo se torne positivo en el año 2023.

Según datos del 2014, los grupos de edad mayoritarios se sitúan entre los 35 y 39 años, que pasarían a ser entre 50 y 54 años en 2029 y entre 85-89 años en 2069, tal y cómo se puede ver en la pirámide poblacional publicada por el INE. Este suceso y la baja natalidad junto con un incremento esperado de la esperanza de vida a los 84 años en hombres y 89 en mujeres en 2029 perjudica el sistema de pensiones y requiere de nuevas medidas políticas y económicas para asegurar una jubilación digna que no se verá totalmente respaldada por la tributación del IRPF de la población activa.

Por otro lado, en los últimos años se ha producido un aumento de conciencia social relacionado con el deporte y la salud que ha logrado instaurarse como un fenómeno de masas de culto al cuerpo como sinónimo de bienestar. “Los deportes más practicados son ciclismo (38,7%), natación (38,5%), senderismo y montañismo (31,9%), carrera (30,4%), gimnasia intensa (29%), gimnasia suave (28,8%) y el fútbol (22,4%).” (Marca, 2015)<sup>17</sup>.

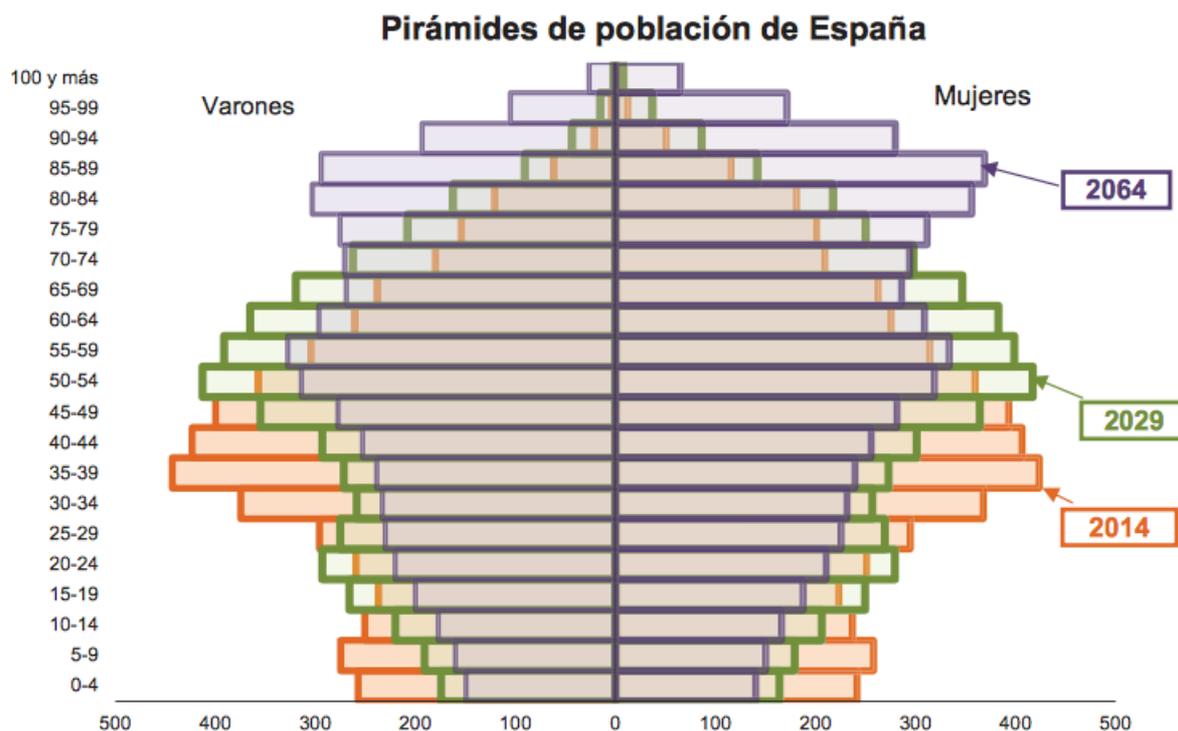
---

<sup>16</sup> <http://www.ine.es/prensa/np870.pdf>

<sup>17</sup> <http://www.marca.com/otros-deportes/2015/12/18/5673e9ab22601df3638b4628.html>

Los datos publicados en la Encuesta de Hábitos Deportivos de España<sup>18</sup> anuncian un crecimiento del 9,2% en el número de ciudadanos españoles que practican algún deporte en 2015 respecto al 2010. El 53,5% de los españoles practican el deporte, siendo el 59,8% hombres y el 47,5% mujeres. El incremento de las mujeres que practican deporte ha sido del 13,3%, siendo más elevado que el de los hombres.

Gráfico 12: Pirámides de población de España, años 2014, 2029 y 2064.



Fuente: INE.

### 3.3.4. Factores tecnológicos

Actualmente las tecnologías de la información y la comunicación son utilizadas ampliamente por empresas y consumidores. La integración de la era digital en la sociedad a través de los motores de búsqueda, páginas web, blogs y redes sociales han propiciado el origen de nuevas formas de interacción entre cliente y empresa a través de internet que dieron lugar a un crecimiento exponencial de la publicidad y el marketing digital.

<sup>18</sup> [http://www.mecd.gob.es/servicios-al-ciudadano-mecd/dms/mecd/servicios-al-ciudadano-mecd/estadisticas/deporte/ehd/Encuesta\\_de\\_Habitos\\_Deportivos\\_2015.pdf](http://www.mecd.gob.es/servicios-al-ciudadano-mecd/dms/mecd/servicios-al-ciudadano-mecd/estadisticas/deporte/ehd/Encuesta_de_Habitos_Deportivos_2015.pdf)

En este contexto, el funcionamiento de las redes sociales permite implementar estrategias de fidelización de los consumidores mediante la interacción directa entre cliente y empresa, lo que permite utilizar las plataformas digitales como canal de consultas para resolver las quejas y recabar información vital para adaptarse a las necesidades del consumidor.

Según la encuesta del INE sobre el uso de las TIC y del comercio electrónico<sup>19</sup> el 98,4% de las empresas de más de diez empleados poseen conexión a internet y el 77,5% disponen de página web. El 91,3% utilizó la red para conectar con las Administraciones Públicas para obtener información, impresos y declarar impuestos. Además, el 23,4% apostó por la formación en TIC y el 25% invirtió en publicidad digital, principalmente en posicionamiento web a través de los motores de búsqueda.

Así pues, en referencia a lo comentado en el análisis del sector sobre el crecimiento del comercio electrónico en España, se contrasta el hecho de que el creciente uso de internet y los *smartphones*, especialmente por los consumidores jóvenes, crea una necesidad cada vez mayor de que las empresas deban incluir canales comerciales de venta relacionados con las TIC si quieren mantener o mejorar su posición competitiva en el mercado.

### 3.3.5. Factores ecológicos

La responsabilidad social corporativa (RSC) se ha implantado en nuestra sociedad con gran auge mediante una contribución activa y voluntaria al mejoramiento social, económico y ambiental por parte de las empresas con el objetivo de mejorar su imagen y situación competitiva en el mercado.

Un ejemplo de ello es el desarrollo de acciones medioambientales que lleva a cabo nuestra empresa objeto de estudio Decathlon<sup>20</sup> en materia de reducción de impacto en polución y cambio climático a través de los “Eco-Mobility Plans” para promover el uso de las bicicletas en las ciudades, aumentar la eficiencia energética en la reducción del consumo eléctrico en sus tiendas, así como la elaboración de un plan de reducción de residuos a través del uso de materiales reciclables en sus productos y recogida de ropa desechada, además de comprometerse con el

---

<sup>19</sup> <http://www.ine.es/prensa/np978.pdf>

<sup>20</sup> [http://sustainability.decathlon.com/media-reports/csr\\_reports/](http://sustainability.decathlon.com/media-reports/csr_reports/)

“Programa Playas, Ríos, Voluntariado y Custodia del Territorio 2015”<sup>21</sup> en acuerdo con la Fundación Biodiversidad adscrito al Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente.

Por otro lado, en 2011 se instauró el pago de las bolsas de plástico en establecimientos comerciales, que han aplicado las grandes marcas distribuidoras como Carrefour, Mercadona, Consum o Decathlon. Poco a poco los materiales de las bolsas de plástico se fueron modificando para utilizar materiales biodegradables como la fécula de patata.

Asimismo, en los últimos años las Comunidades Autónomas han destinado partidas de gasto en campañas de sensibilización que han logrado una reducción significativa de las bolsas de plástico de un solo uso con su sustitución por bolsas biodegradables y bolsas resistentes reutilizables.

Por último, en abril de 2014 el Parlamento Europeo implantó una norma de reducción en un 80% de bolsas de plástico procedentes del petróleo para el 2019 y al menos un 50% para el 2017<sup>22</sup>, por lo que el Ministerio de Medio Ambiente se propuso fijar un calendario de eliminación progresiva del uso de bolsas no biodegradables que pretende su erradicación en 2018, complementando la Ley 22/2011, de 28 de julio, de Residuos y Suelos Contaminados<sup>23</sup>.

---

<sup>21</sup> <http://www.mercadosdemedioambiente.com/actualidad/etiquetas/decathlon/#gdQ0lpkADpsJH4PC>

<sup>22</sup> <http://www.mapama.gob.es/es/ceneam/carpeta-informativa-del-ceneam/novedades/eurocamara-reducir-uso-bolsas-plastico-2019.aspx>

<sup>23</sup> [http://www.magrama.gob.es/es/calidad-y-evaluacion-ambiental/campanas/Iniciativas\\_Bolsas\\_Comerciales\\_un\\_Uso.aspx](http://www.magrama.gob.es/es/calidad-y-evaluacion-ambiental/campanas/Iniciativas_Bolsas_Comerciales_un_Uso.aspx)

---

## *CAPÍTULO 4*

---

### *DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA*

#### 4.1. El grupo DECATHLON

Decathlon es una empresa de distribución comercial cuya actividad principal es el “Comercio al por menor de artículos deportivos en establecimientos especializados” según lo dispuesto en las cuentas anuales del Registro Mercantil de acuerdo con el código 4764 CNAE.

La sociedad Decathlon España, S.A.U. fue constituida en Madrid en 1991 con domicilio social y fiscal en la calle Salvador de Madariaga s/n en el Parque Comercial Alegria, en la localidad de San Sebastián de los Reyes (Madrid). Pertenece al grupo DECATHLON con sede en Francia, que cuenta con la participación del 100% de la sociedad española y ejerce el control sobre la misma.

El grupo DECATHLON es característico por funcionar como una red de empresas que integra el diseño, la producción, la logística y la comercialización de artículos deportivos, donde cada empresa centra su actividad exclusivamente en una de las partes del negocio.

La sociedad española realiza compras de mercancías a la matriz del grupo que se engloban dentro del tráfico ordinario de la empresa, siendo las sociedades integrantes del grupo los principales proveedores de Decathlon España, S.A.U.

Algunas empresas pertenecientes al grupo que llevan a cabo transacciones comerciales y prestaciones de servicios con la filial española son: Decat S.L., Love Colors, S.L., Koodza S.L., Decathlon SA: Concept, Decathlon SA: Directio DII, Decathlon SA: Logistique, Decathlon SA:SC, Decathlon SA Informatique, Decathlon France SAS, Decathlon Italia, Iguasport LTDA, Decathlon Shangai y Decathlon S.A. entre otras.

En la actualidad los productos del Grupo se comercializan en 26 países, incluyendo Europa, Europa del Este, China, India, Brasil y Australia en sus 1065 establecimientos, con 149 sólo en España (a enero de 2017). Las plantas de fabricación del Grupo se encuentran en países europeos, el área mediterránea, el sureste asiático y China, no constando ninguna en nuestro país.

Sus establecimientos comerciales se distribuyen por toda la geografía española. Inicialmente la empresa localizaba sus tiendas a las afueras y en zonas comerciales, pero en los últimos años han comenzado a realizar aperturas en el interior de las ciudades.

A continuación se describe la evolución histórica del grupo y su presencia en España:

- ❖ **1976:** Inauguración de la primera tienda en la ciudad de Lille (Francia). Se presenta un nuevo concepto de tiendas que abastecen artículos de gran cantidad de deportes bajo un mismo techo a un precio asequible.
- ❖ **1982:** Apertura del primer almacén de compra y almacenamiento de productos en Villeneuve d'Ascq (Francia).
- ❖ **1986:** Comienzo de la fabricación de productos bajo la marca Decathlon en una planta perteneciente a la propia firma en Francia. Se abre por vez primera un establecimiento comercial en un país extranjero, concretamente en Dortmund (Alemania).
- ❖ **1992:** Continúa la fase de internacionalización del negocio por Europa y se realiza la apertura de la primera tienda en Montigalá, ciudad cercana a Barcelona (España) coincidiendo con la celebración de los Juegos Olímpicos.
- ❖ **1993-1994:** Decathlon posee más de 100 tiendas en Europa, principalmente en Francia. Se establece la sede internacional de la compañía CAMPUS con oficinas centrales propias en Villeneuve d'Ascq (Francia).
- ❖ **1996:** Creación de dos marcas de distribuidor y comienzo de la comercialización de artículos bajo dichas marcas denominadas marcas Pasión: Tribord y Quechua.
- ❖ **1999-2000:** Expansión del negocio con apertura de tiendas en Estados Unidos donde adquirió la cadena deportiva MVP para convertirla en Decathlon USA.  
También realizó inauguraciones de establecimientos comerciales en distintos países europeos como Reino Unido, Bélgica, Portugal, Italia, Polonia y Dinamarca, así como en Argentina.

- ❖ **2002:** Apertura de una escuela nacional de formación interna en España. Cierre de sus tiendas en Argentina por causa de crisis económica.
  
- ❖ **2003:** Expansión en Asia con la inauguración de la primera tienda en Shanghái (China). Se implanta la realización de eventos deportivos en las tiendas españolas para fomentar la actividad deportiva de las familias con los principios de accesibilidad, participación activa y convivialidad. Llevó a cabo una reestructuración de su negocio en Estados Unidos con el cierre de cuatro tiendas en el estado de Massachusetts.
  
- ❖ **2006:** Se abre por vez primera una tienda en Moscú (Rusia) y comienza una fase de expansión de la empresa con la apertura de establecimientos en el este de Europa. Cierre de la cadena de tiendas en Estados Unidos y cese de sus operaciones en el país.
  
- ❖ **2008:** El Grupo DECATHLON pasa a denominarse red Oxylane y se posiciona como líder de mercado en la fabricación y distribución al por menor de artículos deportivos en Europa.
  
- ❖ **2012:** Cuenta con 261 tiendas en Francia y más de 100 tiendas en España, siendo éste último el segundo país en términos de facturación y presencia nacional. Cumple 20 años en el país español y cuenta con más de 11.000 empleados en el mismo.

## 4.2. El modelo de negocio

La misión de la empresa *“Hacer accesible el placer y los beneficios del deporte al mayor número de personas”* (Decathlon, 2016), deja entrever el propósito de la creación de valor y entrega a sus clientes. En este apartado tratamos de analizar los aspectos fundamentales de la actividad de Decathlon que han conseguido situar a la empresa como líder de mercado en la distribución de artículos deportivos.

### 4.2.1. La cartera de productos

La principal característica que distingue a Decathlon de sus competidores es que distribuye una amplia variedad de artículos que logran cubrir las necesidades de equipamiento de hasta 70 deportes o tipos de ejercicio que quedan clasificados según la siguiente ilustración:

Ilustración 3: Deportes que cubre la cartera de productos de Decathlon.

 MATERIAL DE GIMNASIO, YOGA	 CAMPING Y MATERIAL	 PATINES, SKATES, PATINETES
 ROPA DE FITNESS-DANZA	 DEPORTES DE MONTAÑA	 FÚTBOL, FÚTBOL SALA
 CICLISMO	 ESCALADA Y ALPINISMO	 BALONCESTO, VOLEIBOL Y OTROS
 RUNNING, TRAIL, TRIATLÓN	 TENIS, FRONTENIS, SQUASH	 CAZA
 NATACIÓN, AQUAGYM Y WATERPOLO	 PING PONG, PÁDEL, BÁDMINTON	 PESCA
 DEPORTES DE OLAS Y PLAYA	 ANDAR, MARCHA DEPORTIVA	 ESQUÍ Y SNOWBOARD
 KAYAK, BARCO Y SUP	 EQUITACIÓN, HÍPICA	 BOXEO Y ARTES MARCIALES
 SNORKEL Y BUCEO	 GOLF	 ARCO, PETANCA, DARDOS

Fuente: Decathlon España. (2016). *Deportes*. <https://www.decathlon.es/>

La principal gama de productos que distribuye entra dentro de las denominadas “Marcas Pasión”, esto son los artículos producidos por las empresas del Grupo y que constituyen el sello distintivo de Decathlon con las cualidades de innovación y calidad a precios asequibles.

Actualmente cuenta con veinte marcas Pasión: *Domyos* para lo relacionado con la gimnasia, danza y los deportes de combate, *Btwin*, dedicada al ciclismo, *Kipsta* que cubre deportes de equipo como el fútbol, baloncesto y beisbol, *Tribord* para deportes acuáticos y náuticos, *Nabaiji* para el nado, *Wed’ze* cubre los deportes de invierno, *Simond* se dedica a escalada y alpinismo, *Kalenji* para correr, *Quechua* en material de senderismo, *Newfeel* para marcha deportiva, *Inesis* dedicada al golf, *Geologic* que cubre deportes de precisión como dardos y tiro con arco, *Caperlan* dedicada a la pesca, *Oxelo* para patinaje y hockey, *Aptonia* ofrece nutrición deportiva, *Geonaute* es la marca de electrónica de práctica deportiva, *Fouganza* para equitación y *Orao* en óptica y visión.

Ilustración 4: Marcas Pasión de Decathlon.

Fuente: Decathlon España. (2016). *Deportes*. <http://corporate.decathlon.com/es/nuestras-marcas/nuestras-marcas-pasion/>

Los establecimientos comerciales organizan sus productos en diversas secciones llamadas “universos” agrupando artículos pertenecientes a un deporte o grupo de deportes facilitando la accesibilidad al consumidor. Los universos agrupan deportes y marcas tal y como se muestra en la tabla 8.

Además de distribuir sus propias marcas también venden primeras marcas internacionales distinguidas como *Nike*, *Adidas* o *Puma* pero siendo secundarias en cuantía respecto a las marcas del Grupo. Junto con las marcas Pasión colaboran las marcas técnicas proporcionando materiales mejorados que añaden comodidad y características técnicas a los productos fabricados por la red Decathlon.

Entre las marcas técnicas se encuentran *Strenfit* que fabrica fibras y accesorios, *Equarea* con telas transpirables para ejercicio intenso, *Natimeo* aporta tejidos orgánicos, *Novadry* con sus prendas para combatir la humedad, viento y calor, *Straterminc* aporta tejidos térmicos, *Outchoc* se centra en componentes de protección y *Essensole* desarrolla calzado y plantillas cómodas y eficientes.

Tabla 8: Relación entre universos, marcas pasión y deportes o productos.

UNIVERSO	MARCA PASIÓN	DEPORTES/PRODUCTOS
AGUA	TRIBORD	Natación, waterpolo, esquí acuático, surf, bodyboard
BICICLETA	BTWIN	Ciclismo de montaña, carretera y paseo
ROLLER	OXEDO	Patines, patinetes, tablas, accesorios de seguridad
MONTAÑA	QUECHUA	Acampada, escalada, senderismo
CAZA	SOLOGNACA	Vestimenta y accesorios de caza
DEPORTES DE PRECISIÓN	GEOLOGIC	Elementos de tiro con arco, dardos, petanca
ESQUÍ Y SNOW	WED'ZE	Esquí, botas, tablas de snowboard, trajes, accesorios
MARCHA	NEWFEEL	Vestimenta y accesorios
FORMA	DOMYOS	Máquinas de gimnasio, accesorios de <i>fitness</i> , gimnasia rítmica y judo
DEPORTES DE RAQUETA Y GOLF	ARTENGO, INESIS	Vestimenta, raquetas, palos, pelotas
EQUITACIÓN	FOUGANZA	Vestimenta y material para caballo
PESCA	CAPERLAN	Vestimenta, cañas de pesca y cebo
DEPORTES DE EQUIPO	KIPSTA	Fútbol, baloncesto, beisbol, balonmano, voleibol
RUNNING	KALENJI	Vestimenta y accesorios
SALUD Y AVENTURA	APTONIA	Nutrición y accesorios
ELECTRÓNICA	GEONAUTE	Relojes, GPS, podómetros, cámaras, linternas, etc.

Fuente: Elaboración propia a partir de Decathlon España. (2016). *Deportes*. <https://www.decathlon.es/>

#### 4.2.2. Los servicios

La amplia cartera de productos viene acompañada de servicios complementarios que ofrece Decathlon. Principalmente, los talleres de reparación ofrecen desde el arreglo de productos defectuosos al montaje, mantenimiento e incluso personalización de todo tipo de artículos.

La mayor parte de los productos tienen garantía de dos años en caso de defecto y no de daño por uso. Asimismo, otros productos van acompañados de una garantía ampliada gratuita dependiendo del producto. Por ejemplo, las bicicletas se cubren gratuitamente hasta diez años.

Se ofrece la posibilidad de contratar seguros deportivos contra daños materiales no voluntarios durante dos años en ciclismo, pesca y montaña, así como extender la garantía del producto en su compra hasta tres años para el material de *fitness*. Como novedad, los seguros se pueden contratar en los establecimientos o por internet.

Posee una plataforma on-line que presenta su gama de productos con imágenes, vídeos de uso y sus especificaciones técnicas para hacer más accesible sus productos a los consumidores y permitirles ver la disposición del artículo en una tienda cercana a su localidad o realizar pedidos en su página web. Los clientes deben crearse una Cuenta Decathlon para realizar sus compras en internet, donde pueden consultar antiguas compras, recibir información sobre descuentos o eventos y administrar sus datos.

Pone a disposición del cliente diversos medios de pago: tarjeta de crédito Visa o Mastercard, con una cuenta PayPal, mediante transferencia bancaria para importes superiores a 150 euros y con las tarjetas regalo o e-cheque fidelidad Decathlon.

Los métodos de financiación de las compras que ofrece la empresa se realizan con la entidad Oney Servicios Financieros EFC S.A.U. a través de la Tarjeta Asolia con compras de importe superior a 100 euros e inferior a 3.000 euros en tiendas físicas o a través de la web. Esta tarjeta ofrece distintas opciones de pago siendo a fin de mes gratuito, es decir, en las compras realizadas hasta el día 20 de cada mes se abonará el día 1 del mes siguiente. Se puede fraccionar el importe a 3 meses sin intereses y ciertas promociones posibilitan el pago durante 5 o 10 meses sin intereses. El plazo máximo de financiación son 20 meses. Se puede emplear la tarjeta fuera de establecimientos Decathlon donde funciona como una tarjeta Mastercard con el pago de fin de mes gratuito o fraccionando el pago con intereses.

En cuanto a los métodos de entrega, se realizan envíos a puntos de recogida en 4000 oficinas de correos en España o directamente al domicilio con la empresa de transportes DHL para productos de peso superior a 30 kilos. Los gastos de envío varían en función del tamaño y peso del producto

---

y la vía escogida. Si se hace una compra de cuantía superior a 50 euros el envío es gratuito. Los plazos de entrega suelen ser de dos días laborables en la península y de cuatro en Baleares, Ceuta, Melilla y Canarias.

La política de cambios y devoluciones de Decathlon cubre los treinta días inmediatamente después de la compra del artículo. Se puede realizar en la tienda presentando la factura en la recepción de la tienda o con la opción de recogida gratuita a domicilio a través de la página web. El reembolso se realiza en el instante de la devolución por el dependiente o el transportista.

#### **4.2.3. Las estrategias comerciales**

La principal estrategia que lleva a cabo Decathlon con la mayor parte de sus productos es el liderazgo en costes. Esto es tratar de reducir al máximo los costes de producción aprovechando las economías de escala que se consiguen gracias a la automatización en la fabricación de altos volúmenes de artículos, permitiendo reducir el coste de producción por unidad y el precio de venta por debajo de los competidores del sector.

La red empresarial del Grupo DECATHLON se beneficia de la integración vertical, es decir, todas las fases de un artículo desde su diseño y producción hasta la venta se realizan por empresas integrantes del Grupo, lo que permite ejercer un control elevado y una gestión favorable de todo el proceso, además de beneficiarse de sinergias que permiten diversificar la producción hacia deportes cuyos artículos se pueden producir o distribuir de forma similar. La mayor parte de los proveedores de Decathlon provienen de su red empresarial y las condiciones de financiación y plazos de pago de los contratos entre empresa productora y distribuidora se acuerdan de forma que beneficia los negocios de todo el Grupo de manera óptima. Por tanto, logran generar beneficios con precios bajos porque pueden reducir los costes de producción con la integración vertical.

Asimismo, ejerce gran control sobre los materiales y suministros, pues gran parte de las materias primas utilizadas en la confección de artículos como ropa o calzado y la producción de las prendas provienen de plantas de fabricación ubicadas en países asiáticos donde la mano de obra resulta más asequible, lo que permite tener unos costes bajos de producción y ofrecer precios

competitivos. Además, su posición líder en el mercado le permite negociar ventajosamente con otros proveedores ajenos a su red empresarial que buscan comercializar en sus establecimientos.

Una característica de sus artículos es que tienen un diseño simple. Decathlon apuesta por ofrecer productos con una calidad aceptable a bajo precio para un tipo de consumidor que no busca productos de primera calidad o de imagen atractiva.

Su política de precios bajos no merma la calidad estándar de sus productos. El beneficio de las economías de escala permiten fabricar productos competitivos en el sector sin mermar significativamente la calidad de los materiales, su funcionalidad y su duración.

Con su cartera de productos intenta cubrir también el segmento familiar, ofreciendo equipamiento deportivo a hombres, mujeres y niños de todas las edades. De esta forma enfoca su negocio a promover la práctica de deportes y ejercicio al aire libre en familia.

En los últimos años ha realizado fuertes inversiones en investigación y desarrollo dedicados a la innovación técnica en sus productos o ideación de nuevos materiales y equipamientos que facilitan la práctica del deporte por su fácil o cómodo uso. Un ejemplo lo encontramos con la tienda de campaña que se monta en segundos con un mecanismo que asegura una funcionalidad desplegable sin necesidad de varillas o piquetes.

*“Nuestras marcas, con más de 65 ingenieros investigadores internos y alrededor de 50 laboratorios internos y externos, desarrollan más de 3500 productos nuevos y más de 50 innovaciones anuales.”* (Decathlon, 2017).

La distribución de los deportes en sus tiendas no es aleatoria, sino que siguen una estrategia de merchandising<sup>24</sup>, pues se ordenan los universos dependiendo de la zona geográfica donde esté localizada la tienda. Así como los establecimientos ubicados en la zonas cercanas a estaciones de esquí o los Pirineos poseen un mayor abanico de artículos de deportes de invierno y se distribuyen de una forma más visible que en las tiendas situadas en la costa mediterránea o Galicia, donde se da más importancia a deportes acuáticos.

---

<sup>24</sup> Se entiende por *merchandising* las actividades que pretenden modificar la conducta de compra del consumidor en el establecimiento comercial.

Ofertan promociones en artículos de todos sus deportes con frecuencia mensual o trimestral y anualmente se realizan importantes descuentos entre el 20%-60% del precio habitual en los fines de temporada, incluyendo ropa, calzado, electrónica y nutrición. Cuando los establecimientos no han liquidado artículos pertenecientes a deportes que se practican mayoritariamente en una estación que finaliza se ofertan con importantes descuentos para garantizar su venta. Mensualmente se realizan descuentos relacionados con un deporte.

También realizan importantes descuentos a empresas, clubs deportivos o incluso colegios a través del denominado Decapro. Decathlon ofrece una reducción en el precio unitario de ropa y equipamiento deportivo para organismos que solicitan mayores cantidades de un mismo producto. Este caso es frecuente en entidades que requieren material promocional personalizado como chaquetas con el logotipo de la empresa o asociaciones que organizan competiciones de tenis donde se encarga un gran número de raquetas, pelotas, medallas y/o trofeos y Decathlon facilita su distribución con el envío privado de todo el material en función del volumen y la cantidad de cajas de un mismo artículo.

La feria Trocathlon se realiza dos veces al año, concretamente primavera y otoño, como reclamo publicitario para atraer consumidores que desean vender productos deportivos de segunda mano que no sea textil o calzado y Decathlon los expone para algún cliente interesado pueda comprar artículos a muy buen precio, si bien no cuenta con garantía y tampoco cubre el cambio o la devolución del producto por cualquier motivo. Para depositar cualquier producto o asistir a la feria es necesario poseer la tarjeta cliente. Una vez vendido el producto se recibe un vale para única utilización en tiendas Decathlon.

Con la Tarjeta Decathlon totalmente gratuita los clientes obtienen una serie de ventajas:

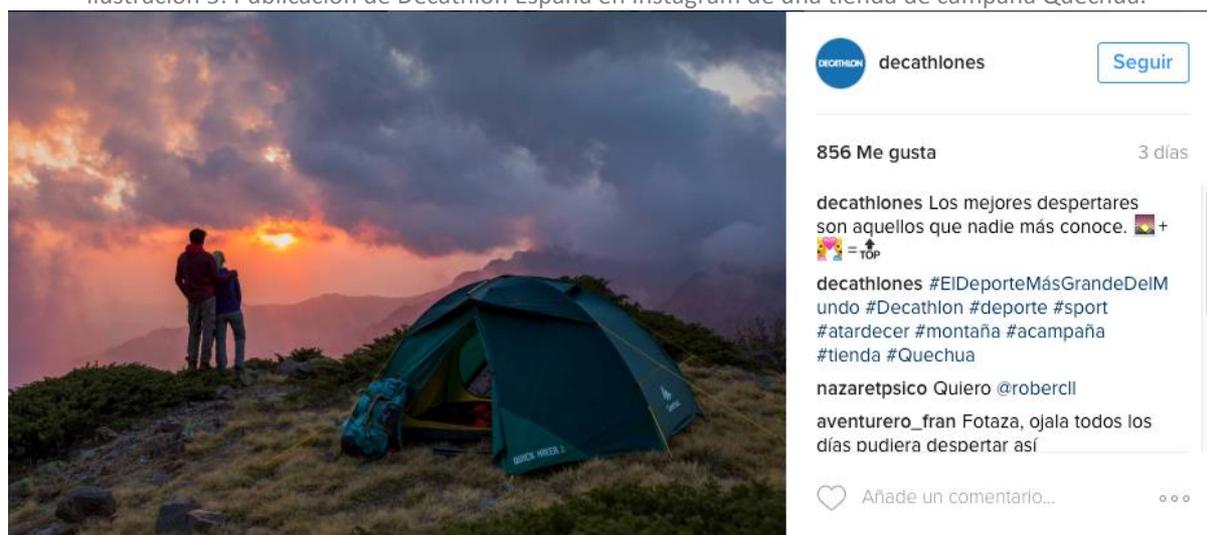
- Realizar cambios y/o devoluciones de artículos sin necesidad de presentar facturas, pues cualquier compra queda registrada en el número del cliente.
- Acumular puntos con cada compra para recibir vales de descuento para canjearlos en las tiendas o compras a través de la página web. Recibes 1 punto por cada euro de compra y cada 400 puntos acumulados se recibe un cupón de 6 euros. En caso de financiar la compra se abona el +33% del importe en puntos fidelidad.

- Realizar los servicios del Trocathlon desde casa depositando el producto a vender en la página web, realizar el seguimiento de la venta y recibir el vale cuando se venda en un correo electrónico.
- Acceder a la cuenta, datos personales, saldo de puntos, cheques recibidos y canjearlos en las tiendas a través del teléfono móvil con la aplicación Decathlon.
- Recibir ofertas, invitaciones de eventos, talleres, charlas o asistir al lanzamiento de nuevos productos en las tiendas más cercanas al cliente.

Por otro lado, es destacable su presencia en la red donde realiza la mayor parte de su publicidad e interacción con el cliente a través de Facebook, Twitter, Instagram y Youtube. Decathlon hace uso de *community managers* para elaborar y actualizar los contenidos, responder continuamente los comentarios de los internautas, resolver dudas, tramitar y solucionar quejas, así como generar notoriedad sobre la empresa y su cartera de productos.

Asimismo, Decathlon utiliza los medios tradicionales de publicidad como prensa, radio o televisión para atraer a los consumidores. No obstante, en los últimos años ha redirigido su presupuesto destinado a publicidad apostando por internet y las redes sociales, pues entiende que gran parte de su público objetivo utiliza la red y la política de precios bajos y descuentos que viene realizando en los últimos años son suficientes como para atraer a los consumidores.

Ilustración 5: Publicación de Decathlon España en Instagram de una tienda de campaña Quechua.



Fuente: Instagram @Decathlones. (2016). <https://www.instagram.com/decathlones/?hl=es>

Por último, Decathlon ha desarrollado una aplicación para móviles que se puede descargar de forma gratuita y donde se pueden realizar pedidos para envío a domicilio o recogida en tienda y se

puede consultar todo el catálogo de productos deportivos, incluyendo imágenes vídeos demostrativos, características técnicas, precios, opiniones de otros clientes, así como la disponibilidad de cada artículo en tiendas cercanas. Los usuarios de la aplicación reciben notificaciones sobre eventos, promociones y lanzamiento de nuevos productos.

#### **4.2.4. Estrategias de crecimiento y nuevos mercados**

1. Tiendas DECAT: Recientemente el Grupo está llevando a cabo la apertura de un nuevo formato de ventas siguiendo su línea de negocio pero con superficies más pequeñas. Tradicionalmente los establecimientos Decathlon cuentan con una superficie de 3.500 m<sup>2</sup> aproximadamente y éstos siempre se encuentran en las afueras de las ciudades, siendo habitual el desplazamiento con transporte privado para acudir al punto de venta.

Este formato de tiendas trata de hacer sus artículos más accesibles al cliente ubicándose en centros comerciales céntricos con un local de menor tamaño, entre 600 y 800 m<sup>2</sup>, donde se vende moda deportiva incluyendo textiles y calzado deportivo principalmente de sus marcas Pasión. En estas nuevas tiendas no se vende equipamiento pesado como esquís, bicicletas, tablas de surf o windsurf, máquinas de gimnasio, etc. Con este nuevo concepto de cadena de tiendas se logra hacer frente a sus principales competidores como Sprinter, Decimas, Sport Zone o Intersport, que hacen más accesible sus productos con puntos de venta de menor tamaño en las principales calles de las ciudades.

2. Tiendas KOODZA: se trata de otro concepto de ventas donde se apuesta por la comercialización de artículos deportivos con precios bajos. Los establecimientos suelen ser de unos 1000 m<sup>2</sup>, un tamaño medio entre las tiendas Decathlon y las tiendas Decat, y siguen la tendencia de localización a las afueras de las ciudades. Actualmente cuenta con 36 tiendas en países europeos, de las cuales 4 se sitúan en España. Se comercializan artículos de una menor cantidad de deportes y sus mercancías se componen mayoritariamente de productos del distribuidor de otras temporadas que no se consiguieron vender en sus otras tiendas y que mantienen una calidad aceptable para liquidar rápidamente el excedente almacenado.

3. Fase de expansión: actualmente el Grupo se encuentra en un período donde se realizan aperturas de nuevos establecimientos Decathlon en España. Esta política de inversión en inmovilizado comenzó en 2013 y ha continuado en los últimos años como respuesta a su rápida expansión en las ventas a pesar de que la crisis económica ha logrado hacerse un hueco en el consumo de las familias españolas, con la inauguración de casi 30 tiendas Decathlon en los últimos 5 años.

La compañía anunció la apertura de seis tiendas durante el segundo trimestre de 2016 en Gijón (Asturias), Ronda (Andalucía), Tamaraceite (Las Palmas de Gran Canaria), Barcelona (Cataluña), Zaragoza (Aragón), Ávila (Castilla y León). Asimismo, se han abierto otros ocho establecimientos en Orense (Galicia), Soria (Castilla y León), Valdepeñas (Castilla-La Mancha), Mallorca (Baleares), Lanzarote (Canarias), Martorell (Cataluña), Málaga (Andalucía) y Gandía (Comunidad Valenciana) durante los meses de otoño e invierno de 2016.

#### **4.2.5. La logística**

Uno de los aspectos que más destaca sobre la actividad comercial del Grupo DECATHLON es sin duda su sistema de logística, gestión y revisión de inventarios, método de reaprovisionamiento y reparto y almacenamiento de mercaderías en sus centros logísticos y establecimientos comerciales. A continuación se relatan los métodos logísticos que logran abastecer todas las tiendas en el territorio nacional y el envío de pedidos a domicilio para satisfacer las necesidades de los clientes.

Comenzando por su política de inventarios, la empresa lleva a cabo dos inventarios anuales, siendo uno interno realizado normalmente en abril por el personal en tiendas de todos los artículos y universos o grupos de deporte en horario de apertura y cuya finalidad es hacer una relación de los productos robados o del estocaje perdido para actualizar la base de datos con un recuento físico que puede diferir de lo contabilizado en los sistemas informáticos, además de un inventario externo efectuado por parte de una empresa ajena al Grupo y que se realiza fuera del horario de apertura durante la noche.

Todo el inventario de Decathlon, tanto nacional como internacional, se gestiona mediante un programa informático denominado "Stores". Se trata de un logaritmo que cuenta el aprovisionamiento y la venta de cada artículo en las tiendas a tiempo real. De esta forma, cuando un cliente hace una compra el sistema da de baja el artículo y la disponibilidad del mismo artículo en tiendas queda registrada en la base de datos.

Este software también realiza cálculos de los productos más demandados en el tiempo y hace predicciones sobre la cantidad de artículos de cada modelo que son necesarias en una determinada tienda cada día. De esta forma, se realizan pedidos diarios a los almacenes logísticos dentro del país, o en caso de encontrarse agotado el producto, a almacenes internacionales para el envío del producto a las tiendas. La carga del transporte se realiza al final de cada día cuando se reciben todos los datos actualizados de las ventas en tiendas, necesidades de aprovisionamiento de las mismas o envíos a domicilio.

El cliente puede encargar un artículo en una tienda o por internet, para lo cual el sistema comprueba su disponibilidad en el almacén designado para dicho establecimiento o zona. Si se encuentra en el almacén se reparte a la tienda o al domicilio en dos días, en caso contrario se realiza un envío desde Francia que llega al destino en poco más de una semana.

Decathlon posee un total de 7 centros logísticos en España situados en Getafe, Martorell, Pamplona, Sevilla, Villafranca del Penedés, Prat del Llobregat y Zaragoza, siendo estos dos últimos muy importantes puesto que reciben artículos procedentes de fábricas de Decathlon situadas fuera del continente europeo y se encarga del envío y abastecimiento de los establecimientos en Europa. Cada uno de ellos se encarga de suministrar a las comunidades autónomas más cercanas para reducir en lo posible el coste de transporte. El almacén de Sevilla también opera con la actividad de la empresa en las islas Canarias, Marruecos y Portugal.

A pesar de que los centros logísticos sí pertenecen al Grupo empresarial, la empresa externaliza el servicio de transporte de los productos de las fábricas a los almacenes y de éstos últimos a las tiendas o domicilios.

#### 4.2.6. Los recursos humanos

La plantilla del Grupo ha crecido considerablemente en la última década, sus 30.000 empleados en 2005 se han convertido en 70.000 en 2015 repartidos en 26 países distintos por todo el mundo. De ellos, 15.049 trabajan en los establecimientos españoles, que se desglosan en 46 directores regionales, 236 responsables-directores, 1.024 titulados-técnicos y 13.743 administrativos-personal en tiendas. Llama la atención que el 90% de los empleados tienen una edad comprendida entre los 18-30 años y los dependientes tienen contratos de un período máximo de seis meses, con una alta rotación en dichos puestos.

En este ámbito es relevante apuntar que el número de empleados ha ido creciendo progresivamente en los últimos cuatro años con un incremento significativo en 2015, siguiendo la fase de expansión de la empresa en España con la apertura de nuevos establecimientos. Es destacable que el total de empleados se haya duplicado en los últimos diez años en España, partiendo de 7.555 trabajadores en 2005 a 15.049 en 2015 (SABI, 2016), dato que revela el éxito de su negocio en el país logrando hacer frente a la crisis económica que comenzó en 2007 y disminuyó el consumo de la población.

Así pues, la partida de gastos de personal no ha dejado de incrementarse durante los últimos cuatro años, donde 170 millones de euros en 2012 han alcanzado los 208 millones de euros en 2015, lo que resulta coherente con la evolución al alza de su plantilla y la apertura de nuevos establecimientos en España.

Su política de recursos humanos destaca por la contratación de personas con conocimiento y pasión por los deportes y el ejercicio físico para asegurar la motivación de sus empleados en el proceso de venta con el cliente y aconsejar el material deportivo más conveniente en función de sus necesidades bajo los valores corporativos de vitalidad, sinceridad, responsabilidad y generosidad, que son compartidos por el equipo humano de la empresa.

*“Si estás hecho de deporte, y el servicio al cliente te apasiona, trabaja en Decathlon”* (Decathlon, 2017).

Ofrecen a sus empleados el desarrollo de una carrera profesional en base a la promoción interna, reciben tareas de responsabilidad y toma de decisiones desde su incorporación a la empresa y cuentan con una dedicada formación para cada puesto de trabajo, así como evaluación y seguimiento constantes por parte de los superiores para asegurar el buen funcionamiento de su plantilla.

En cuanto a los puestos de trabajo en sus tiendas, éstos se agrupan en tres categorías: gerente, encargado de la gestión de los empleados del establecimiento comercial, reclutamiento y formación del personal, garantizar el éxito de la tienda y reportar a la alta dirección; responsable de departamento, al cual se le asigna una serie de deportes o universos de la tienda y se encarga de gestionar las mercancías, dirigir a los dependientes y reportar a los gerentes; y dependiente que lleva a cabo el proceso de venta, el contacto con los clientes y la ejecución de eventos comerciales.

Como dato adicional, a finales de 2013 se publicó el Plan de Igualdad<sup>25</sup> de Decathlon España S.A.U. en el Boletín Oficial del Estado por el que se anuncia la política corporativa de fomento de la igualdad entre hombres y mujeres en la organización dando respuesta al artículo 45.1 de la Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, de igualdad efectiva entre mujeres y hombres que obliga a la implantación de medidas para eliminar la discriminación y garantizar igualdad de trato y oportunidades laborales en la contratación, formación, promoción dentro de la organización y la igualdad en la retribución.

De este modo, el Plan de Igualdad se elaboró a través de un análisis de la situación interna de la empresa en dicho ámbito y la propuesta de soluciones y una serie de objetivos generales y específicos a cumplir mediante la concienciación de los trabajadores, la prevención de manifestaciones de desigualdad y acoso sexual, acciones para resolver estos casos y medidas para asegurar su implantación efectiva y la abolición de la desigualdad laboral de género en Decathlon.

---

<sup>25</sup> [https://www.boe.es/diario\\_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-640](https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-640).

### 4.3. Análisis DAFO-CAME

Tabla 9: Análisis DAFO-CAME.

DEBILIDADES	CORREGIR
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Escasa variedad de marcas ajenas a Decathlon.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Negociar precios y aumentar la cantidad de artículos de marcas con renombre.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poca presencia en los centros de las ciudades.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Apertura de la cadena de tiendas de menor tamaño Decat. Amplio horario de apertura en tiendas.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los productos no destacan por su calidad.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Utilizar materiales que ofrezcan mayor resistencia y durabilidad.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Alta rotación de dependientes.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Contratos de mayor duración para asegurar formación y competencias del personal.</li> </ul>
AMENAZAS	AFRONTAR
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumento de moda deportiva y accesorios en supermercados.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Apostar por el diseño y la calidad. Mejorar el servicio post-venta.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rápida obsolescencia en equipamiento deportivo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Invertir en I+D para descubrir innovaciones y renovar la fabricación de artículos para ofrecer las últimas tecnologías.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumento de descuentos en empresas competidoras.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Realizar promociones de forma periódica.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Expansión de FootLocker como distribuidor deportivo de calidad.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fortalecer su política de liderazgo en costes.</li> </ul>
FORTALEZAS	MANTENER
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Variedad de marcas de distribuidor.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Publicitar artículos de cada marca atendiendo a su calidad.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ofertas promocionales constantes.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducir al máximo los costes sin perjudicar la calidad.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Notoriedad de la empresa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Publicidad en medios tradicionales e internet y realización de eventos.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Red logística consolidada.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Optimizar las necesidades de estocaje mejorando las predicciones de ventas.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Amplia presencia en España.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aperturas en zonas geográficas menos cubiertas.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Atención al cliente especializada en cada universo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Contratar y formar un equipo de dependientes con conocimientos sobre cada tipo de deporte.</li> </ul>
OPORTUNIDADES	EXPLOTAR
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Retroceso de los competidores durante la crisis económica.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Alcanzar el liderazgo en el sector.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Recuperación moderada de la economía española.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumentar su cuota de mercado.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Creciente conciencia social por la salud y el deporte.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Concebir sus Marcas Pasión como un estilo de vida.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diversificación de su negocio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Apertura de instalaciones deportivas como gimnasios o piscinas.</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia.

*CAPÍTULO 5*

---

*ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO*

El análisis económico-financiero de la empresa permite diagnosticar su situación y perspectivas futuras partiendo de la información contable de sus estados financieros mediante una serie de técnicas y procedimientos que determinan si la gestión de la entidad ha sido ejercida de forma favorable a lo largo de los ejercicios económicos.

Su utilidad reside en que el conocimiento de la estructura y composición patrimonial de la empresa y su evolución en el tiempo, así como de la forma en que genera riqueza en base a su cuenta de resultados, es muy relevante para la posterior valoración de la empresa con el método de Descuento de Flujos de Caja.

En primer lugar, comenzamos analizando el balance de situación para determinar las masas patrimoniales que presentan una mayor importancia relativa, junto con un diagnóstico del estado de liquidez y endeudamiento desde una perspectiva estática y dinámica. A posteriori, se realiza un estudio de la política de inversión-financiación a través de la elaboración del estado de origen y aplicación de fondos. A continuación, se analiza la cuenta de pérdidas y ganancias para determinar cómo genera resultados la empresa, la medición de la productividad de sus activos y la rentabilidad financiera que generan sus capitales propios. Finalmente se concluye sobre el fondo de maniobra, el ciclo de maduración y el ciclo de caja.

### **5.1. Análisis del balance y de la situación patrimonial**

La información financiera que aquí se analiza procede de la imagen del depósito de las cuentas anuales auditadas en el Registro Mercantil de la sociedad Decathlon España S.A.U. y cuyos datos pertenecen al 31 de diciembre de cada año puesto que el ejercicio económico coincide con el año natural.

Asimismo, se procede a la utilización de la información contable de los últimos cuatro ejercicios económicos (2012-2015) con el fin de descartar variaciones ocasionales que puedan influir en el buen diagnóstico de su evolución para determinar las políticas de gestión de la estructura patrimonial y la actividad de explotación a lo largo del tiempo.

Para comenzar el estudio del balance se agrupan las principales masas patrimoniales y se calculan sus correspondientes pesos relativos respecto del total del activo o del patrimonio neto y pasivo total con el objeto de estudiar la información financiera más relevante, la estructura y composición de la estructura patrimonial y determinar si ésta es coherente dada la actividad empresarial de la entidad.

A partir del balance de situación que se adjunta al final del trabajo en el Anexo 1, con motivo de permitir analizar el mismo de forma más visual y sencilla, se elabora el siguiente balance reducido reflejado en la tabla 10 para observar mejor la importancia relativa de las partidas:

Tabla 10: Balance reducido de periodo 2012-2015, en miles de euros y %.

BALANCE DE SITUACIÓN	31/12/15	%	31/12/14	%	31/12/13	%	31/12/12	%
Inmovilizado	371.511	60%	309.807	57%	312.439	56%	329.987	64%
Existencias	116.801	19%	109.157	20%	109.690	20%	107.068	21%
Realizable	115.935	19%	106.048	19%	121.819	22%	57.921	11%
Efectivo	18.376	3%	20.322	4%	17.144	3%	19.960	4%
<b>Total activo</b>	<b>622.624</b>	<b>100%</b>	<b>545.335</b>	<b>100%</b>	<b>561.093</b>	<b>100%</b>	<b>514.936</b>	<b>100%</b>
Fondos propios	243.903	39%	231.034	42%	214.881	38%	194.483	38%
Pasivo fijo	61.801	10%	11.251	2%	22.108	4%	28.158	5%
Pasivo líquido	316.920	51%	303.050	56%	324.104	58%	292.296	57%
<b>Total pasivo y patrimonio neto</b>	<b>622.624</b>	<b>100%</b>	<b>545.335</b>	<b>100%</b>	<b>561.093</b>	<b>100%</b>	<b>514.936</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia.

En primer lugar, a partir de un análisis vertical, en 2015 la estructura económica revela un predominio del activo no corriente correspondiente en casi su totalidad con inversiones en inmovilizado material. Esta partida está compuesta mayormente por inversiones en terrenos y construcciones y en menor medida por inversiones en instalaciones técnicas y otro inmovilizado material. A priori, la composición del activo no corriente es coherente, ya que la entidad desarrolla su actividad en sus instalaciones y debe hacer inversiones de gran cuantía para la compra de terrenos y construcciones de sus establecimientos comerciales. La sociedad realiza también inversiones financieras a largo plazo e inversiones inmobiliarias con el fin de obtener rentabilidades que difieren del ejercicio de su actividad ordinaria.

El activo corriente se compone en su mayor parte de las existencias y realizable, dejando al efectivo casi con un valor residual. Las existencias son exclusivamente de naturaleza comercial debido a la actividad que realiza la empresa y representan la primera partida en importancia en el activo corriente. El realizable presenta un predominio de las inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo. Un 13% del activo corriente se corresponde con la partida de deudores comerciales, lo que parece coherente puesto que, si bien es cierto que los clientes suelen pagar inmediatamente en sus tiendas, su política de devolución de hasta 30 días y sus opciones de financiación en la compra de equipamiento más pesado justifican dicha cuantía de clientes en el balance.

En lo que respecta a la estructura financiera, es destacable la importancia relativa de la financiación ajena en un 61%, aunque no resulta excesiva. Se apuesta por la financiación ajena pero dentro de los límites de una capitalización adecuada.

El patrimonio neto está compuesto en su totalidad por fondos propios. Dentro de éste, la partida que más destaca son las reservas voluntarias, en un 50%, según lo dispuesto en las cuentas anuales. Por otro lado, en 2015 el resultado del ejercicio supone un 46% de los capitales propios.

En relación con la financiación ajena destaca el peso del pasivo corriente en un 56,7% frente al pasivo no corriente, que tan solo representa un 5,5% de la totalidad de deudas de la empresa. Concluimos pues que la mayor parte de las deudas de la empresa son con un vencimiento inferior a 12 meses, a corto plazo.

La composición del pasivo corriente se constituye en su mayor parte por deudas con proveedores con una cuantía significativa de proveedores, empresas del grupo y asociadas. Este tipo de financiación es coherente con la actividad desarrollada por el tipo de empresa analizada, pues los grandes comercios suelen obtener importantes niveles de financiación ajena de sus suministradores de productos. A priori, este tipo de financiación suele ser sin coste, sin embargo, de acuerdo con la nota 22 de la memoria, la financiación de los proveedores empresas del grupo sí lleva un coste financiero añadido.

En el pasivo no corriente destacan las deudas a largo plazo con entidades de crédito y, en menor medida, los pasivos por impuesto diferido. Cabe destacar la ausencia de deudas a largo plazo en los ejercicios económicos anteriores, revelando un cambio eventual en la política de financiación

de la empresa. Esto indica que la sociedad ha optado por reducir ligeramente su financiación a corto plazo para no tener que disponer de tanta liquidez.

La comparación de la estructura económica con la estructura financiera parece revelar una aparente incoherencia patrimonial, desde el punto de vista estático, pues observamos que la cuantía en el pasivo de deudas inmediatas es superior al activo corriente, implicando que la entidad carece de la liquidez suficiente para satisfacer sus deudas a corto plazo. Esto nos puede llevar a pensar en una situación de desequilibrio económico-financiero. Sin embargo, antes de concluir y poder hacernos una idea equivocada sobre la situación patrimonial de la empresa, debemos continuar el análisis profundizando en su fondo de maniobra y ciclo de caja.

En relación al análisis horizontal, podemos observar que Decathlon ha experimentado un crecimiento patrimonial del 14,2% en el último ejercicio y un 21% en los ejercicios de 2012 a 2015. De ahí se desprende que la sociedad ha sido gestionada de forma favorable y que su modelo de negocio ha resultado exitoso.

La estructura económica ha presentado variaciones a lo largo de los últimos cuatro ejercicios económicos, siempre siendo el inmovilizado material la partida de mayor importancia relativa. Dicha partida descendió en los tres primeros ejercicios, denotando un cese de inversiones en establecimientos y decisiones de enajenación de inmovilizado, para incrementar significativamente en el último ejercicio, en términos absolutos. Lo que indica un cambio en la política de inversiones de la empresa.

En términos relativos, el realizable ha ido ganando mayor importancia en la composición del activo con el incremento en inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo, duplicándose dicha cuantía en 2013 respecto al año anterior. Se deduce que la empresa opta por realizar inversiones financieras para obtener mayor rentabilidad con su liquidez, dejando una cuantía muy inferior a la tesorería. En cuanto a las existencias, siguen siendo el segundo elemento de mayor importancia relativa y en términos absolutos, lo que resulta coherente en una empresa de distribución comercial. Por último, el efectivo es la partida de menor importancia, llegando a disminuir ligeramente a lo largo de los cuatro años.

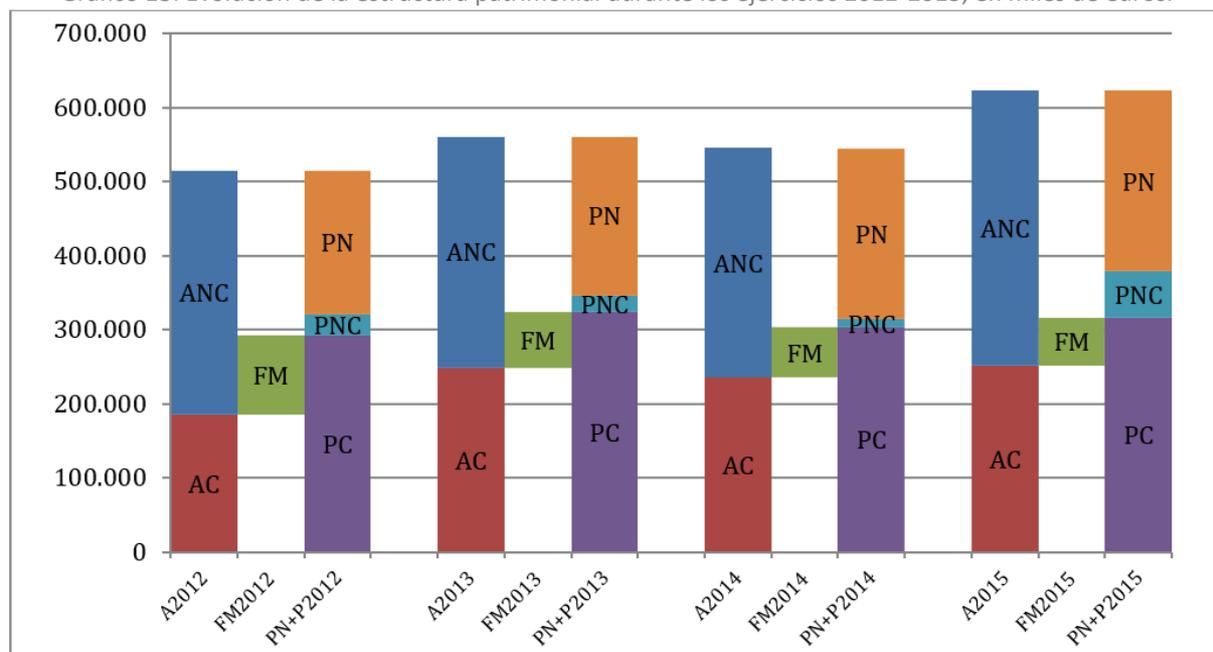
Respecto a la estructura financiera, los capitales propios se han incrementado en cada uno de los ejercicios en términos absolutos, con una evolución al alza del resultado del ejercicio y de las reservas de la empresa, siendo la política de distribución de resultados, destinar parte de los

mismos a reservas. Se mantiene el predominio de la financiación ajena, observando un ligero proceso de capitalización de 2012 a 2014, que revierte en 2015 con el aumento de la partida de deudas con entidades financieras a largo plazo.

Continúa un claro predominio del pasivo corriente en la financiación de la empresa, aunque disminuyendo significativamente su peso relativo a favor de los fondos propios en el ejercicio de 2014 y respecto al pasivo no corriente en el último año. La composición del pasivo corriente no presenta grandes variaciones, constituyendo casi en su totalidad por las deudas con proveedores, en especial con proveedores de empresas del grupo y asociadas. Destaca el aumento de las deudas a corto plazo con entidades de crédito en el último ejercicio, siendo insignificante en los años anteriores.

La evolución experimentada por la composición de la estructura patrimonial parece haber sido favorable para la situación económico-financiera de la empresa, si bien en todos los ejercicios las deudas a corto plazo superan los activos líquidos, lo que nos hace pensar en una aparente situación de desequilibrio económico-financiero, esta diferencia se ha ido reduciendo año tras año, correspondiéndose con una estructura patrimonial cada vez menos arriesgada. A continuación presentamos la evolución de la estructura patrimonial de una forma más visual:

Gráfico 13: Evolución de la estructura patrimonial durante los ejercicios 2012-2015, en miles de euros.



Fuente: Elaboración propia.

Se puede observar cómo la entidad ha experimentado un crecimiento patrimonial en el periodo 2012-2015 con un incremento de todas las principales masas patrimoniales en términos absolutos, indicando que Decathlon se encuentra en una fase de expansión.

Destaca el aumento del activo circulante sobre el resto, con un incremento significativo de las inversiones financieras, junto con el crecimiento de los fondos propios en las reservas y el resultado del ejercicio, y el pasivo no corriente con deudas a largo plazo con entidades financieras, que mantienen estable la cuantía de las deudas a corto plazo en la financiación de la empresa.

Todo ello se observa en la evolución favorable del fondo de maniobra que, si bien éste sigue siendo negativo, ha ido reduciéndose la diferencia entre el activo circulante y las deudas inmediatas de la empresa durante los últimos ejercicios económicos.

## 5.2. El fondo de maniobra

La utilidad del Fondo de Maniobra reside en que ayuda a diagnosticar la existencia de equilibrio económico-financiero y permite conocer la estructura patrimonial que resulta más conveniente para una empresa dada su actividad. Expresa la coherencia en el horizonte temporal entre inversión y financiación. Se trata de una medida de la capacidad que tiene la entidad para liquidar sus deudas a corto plazo con su activo circulante. Se calcula como la diferencia entre el montante de los activos líquidos y deudas inmediatas o como la diferencia entre la financiación a largo plazo y las inversiones no corrientes de la empresa.

En su análisis pueden aparecer cuatro tipos de situaciones patrimoniales posibles:

- Quiebra técnica: Activo < Pasivo (situación de insolvencia grave)
- Suspensión de pagos técnica: Activo corriente < Pasivo corriente → FM < 0
- Equilibrio económico-financiero: Activo corriente > Pasivo corriente → FM > 0
- Posible ociosidad: FM > Pasivo corriente (exceso de inversiones a corto plazo)

La tabla 11 revela la evolución del Fondo de Maniobra de Decathlon:

Tabla 11: Fondo de maniobra de Decathlon 2012-2015, en miles de euros.

DECATHLON	2012	2013	2014	2015
Activo corriente	184.949	248.653	235.527	251.113
Pasivo corriente	292.296	324.104	303.050	316.920
<b>Fondo de Maniobra</b>	<b>-107.347</b>	<b>-75.451</b>	<b>-67.523</b>	<b>-65.807</b>

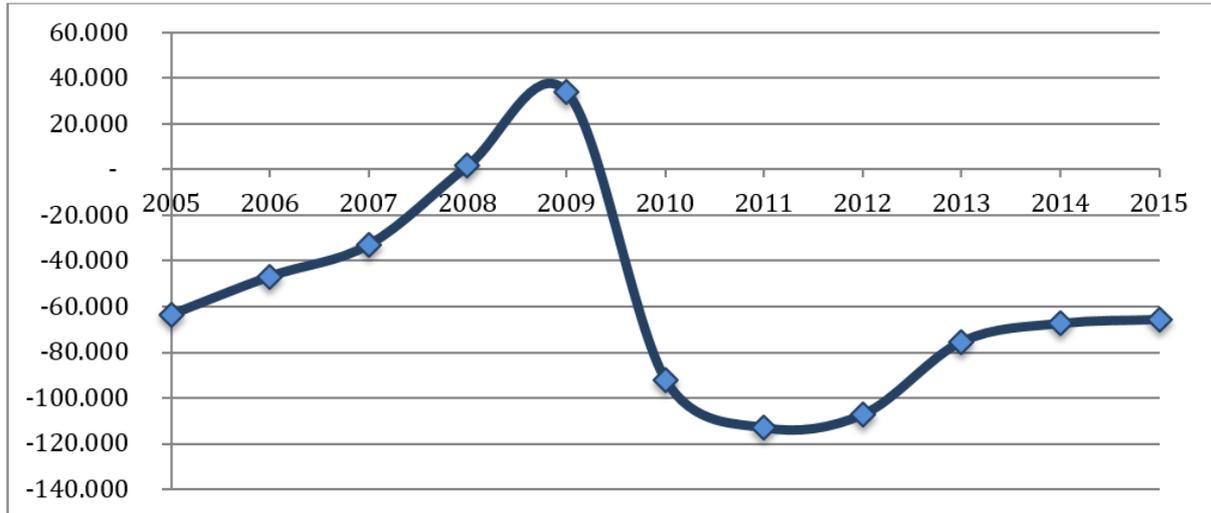
Fuente: Elaboración propia.

En teoría, se suele afirmar que una empresa se encuentra en equilibrio económico-financiero cuando su fondo de maniobra es positivo, revelando que es capaz de afrontar sus deudas a corto plazo con un nivel de liquidez apropiado. No obstante, es importante señalar que un fondo de maniobra de signo negativo es una característica propia de las empresas del sector de la distribución comercial. El análisis en profundidad de la política de inversión-financiación, así como del resto de aspectos de su situación económico-financiera, permitirán finalmente concluir que la empresa en realidad no se halla en una situación de desequilibrio económico-financiero.

Esto sucede especialmente en las grandes empresas de distribución alimentaria y comercial, debido a que cobran al contado de la mayor parte de sus clientes con un plazo de cobro reducido, junto con las condiciones de financiación y mayores plazos de pago a sus proveedores, que permiten que las empresas se financien con el suministro de las mercancías y las necesidades de liquidez para satisfacer las deudas inmediatas sean más reducidas.

Asimismo, se puede observar cómo Decathlon ha incrementado su activo circulante por encima del aumento de sus deudas a corto plazo a lo largo de los últimos cuatro ejercicios económicos, lo que ha supuesto la disminución de la diferencia entre los mismos y, por tanto, un aumento del fondo de maniobra que ha sido progresivo.

Gráfico 14: Evolución del fondo de maniobra de Decathlon en miles de euros.



Fuente: Elaboración propia.

### 5.3. Análisis de liquidez

El análisis de liquidez sirve para diagnosticar la capacidad que tiene una empresa para hacer frente a sus deudas a corto plazo y guarda correlación con el fondo de maniobra. A continuación se muestra un cuadro resumen de los principales cálculos realizados:

Tabla 12: Ratios de liquidez.

	2015	2014	2013	2012	IDEAL
<b>Liquidez AC/PC</b>	0,79	0,79	0,78	0,77	<b>1,5</b>
<b>Tesorería (R+E)/PC</b>	0,42	0,42	0,43	0,27	<b>1</b>
<b>Disponibilidad E/PC</b>	0,06	0,07	0,05	0,07	<b>0,2-0,3</b>
<b>Fondo maniobra/Activo</b>	-0,11	-0,12	-0,13	-0,21	-
<b>Fondo maniobra/Pasivo corriente</b>	-0,22	-0,21	-0,22	-0,23	<b>0,5-1</b>

Fuente: Elaboración propia.

#### **Ratio de Liquidez**

$$Liquidez = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}} = \frac{251.113}{316.920} = 0,79$$

La liquidez general mejora ligeramente en los últimos años, aunque se sitúa lejos del valor considerado como ideal en la proporción de activos líquidos que ha de tener una empresa para afrontar sus deudas a corto plazo sin problemas de suspensión de pagos. Esto se corresponde directamente con la situación y evolución del fondo de maniobra negativo. Conviene analizar los

plazos de cobro a clientes y pago a proveedores para determinar si el nivel de liquidez que presenta Decathlon es suficiente para el garantizar el ejercicio de su actividad.

### **Ratio de Tesorería**

$$\text{Tesorería} = \frac{\text{Realizable} + \text{Efectivo}}{\text{Pasivo Corriente}} = \frac{115.935 + 18.376}{316.920} = 0,42$$

La cuantía que representan las existencias marca la diferencia entre el ratio de liquidez y tesorería. En coherencia con la actividad comercial de la empresa, las existencias son el componente mayoritario del activo corriente y, por tanto la liquidez dependerá de la rapidez con la que las mercaderías logren venderse para hacer frente a los pagos a proveedores.

El ratio se incrementó significativamente en el año 2013 con un aumento de inversiones financieras a corto plazo en empresas del grupo y asociadas. En los últimos tres ejercicios se ha mantenido estable. Se puede concluir que la empresa considera conveniente reducir activos ociosos realizando inversiones financieras para obtener mayor rentabilidad.

### **Ratio de Disponibilidad**

$$\text{Disponibilidad} = \frac{\text{Efectivo}}{\text{Pasivo Corriente}} = \frac{18.376}{316.920} = 0,06$$

El valor se sitúa muy por debajo del considerado ideal, arrojando la conclusión de que la liquidez con la que afrontar el pago de sus proveedores depende de la rotación de las existencias y de los plazos de cobro de clientes y pago a proveedores. Esto se analiza en profundidad con el cálculo del ciclo de maduración y ciclo de caja más adelante.

### **Fondo de Maniobra sobre Activo y Pasivo Corriente**

$$\begin{aligned} \text{Fondo de Maniobra/Activo} &= \frac{\text{Fondo de Maniobra}}{\text{Activo}} = \frac{-65.807}{622.624} = -0,11 \\ \text{Fondo de Maniobra/Pas. Corriente} &= \frac{\text{Fondo de Maniobra}}{\text{Pasivo Corriente}} = \frac{-65.807}{316.920} = -0,22 \end{aligned}$$

Ambos relacionan la distancia entre activo circulante y las deudas a corto plazo con la totalidad del activo y el pasivo corriente. Los valores deben ser positivos e inferiores a la unidad para descartar una posible ociosidad<sup>26</sup> de los activos.

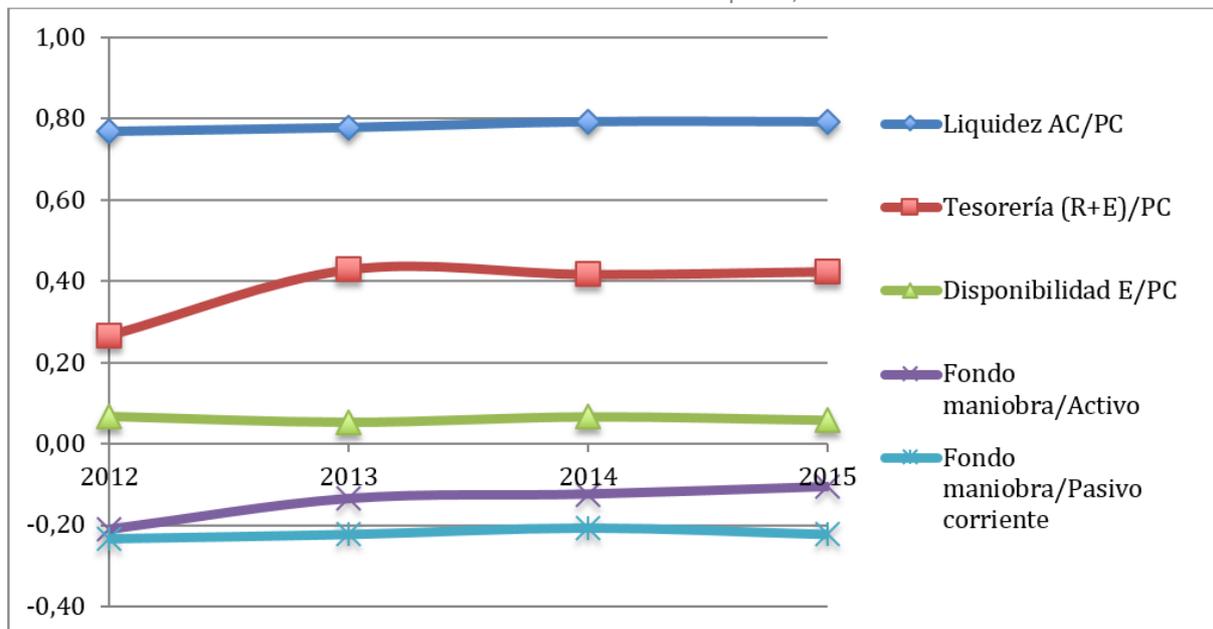
<sup>26</sup> Se entiende por ociosidad del activo cuando no se gestionan los recursos de forma eficiente conllevando una pérdida de rentabilidad.

Los valores son negativos, correspondiéndose con un fondo de maniobra negativo. El primer ratio disminuye en todos los ejercicios con un aumento del activo total progresivo y el incremento del fondo de maniobra, mientras que el segundo ratio presenta menores variaciones.

Por último, el gráfico 15 refleja constancia en los valores de todos los ratios desde el ejercicio de 2013, de lo que se desprende que Decathlon mantiene sus políticas de inversión desde entonces. Excepto el ratio de disponibilidad, todos los restantes evolucionan favorablemente, lo que se corresponde con la tendencia al alza del fondo de maniobra. La variación del ratio de tesorería refleja el incremento en importancia del realizable en la liquidez de la empresa.

Si bien se puede concluir que la entidad está en situación de suspensión de pagos técnica teórica por un problema de escasez de liquidez para satisfacer sus deudas inmediatas, es necesario el análisis de los plazos de cobro y pago para determinar si el nivel de liquidez es el suficiente.

Gráfico 15: Evolución de los ratios de liquidez, 2012-2015.



Fuente: Elaboración propia

## 5.4. Análisis de endeudamiento

Los ratios de endeudamiento permiten concluir sobre la cantidad y calidad de la deuda de una entidad, el nivel de carga financiera que afronta y si está bien gestionada, así como si el beneficio es suficiente para soportar los gastos financieros que supone el uso de deuda ajena.

Tabla 13: Ratios de endeudamiento.

	2015	2014	2013	2012	IDEAL
<b>Endeudamiento P/(PN+P)</b>	0,61	0,58	0,62	0,62	<b>0,4-0,6</b>
<b>Autonomía PN/P</b>	0,64	0,74	0,62	0,61	<b>0,7-1,5</b>
<b>Solvencia A/P</b>	1,64	1,74	1,62	1,61	<b>&gt;1</b>
<b>Calidad de la deuda PC/P</b>	0,84	0,96	0,94	0,91	-
<b>Gastos financieros/Ventas</b>	0,0004	0,0005	0,0015	0,0007	<b>0,04-0,05</b>
<b>Coste de la deuda GF/Pasivo con coste</b>	0,002	0,003	0,008	0,004	<b>0,0327</b>
<b>Cobertura de GF BAII/GF</b>	251,23	226,45	65,97	144,39	<b>&gt;1</b>

Fuente: Elaboración propia.

### **Ratio de Endeudamiento**

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo}}{\text{PN} + \text{Pasivo}} = \frac{61.801 + 316.920}{622.624} = 0,61$$

Este ratio mide el nivel de financiación propia y ajena que utiliza la empresa para realizar sus inversiones a corto y largo plazo. Comúnmente se acepta que su valor debe ser entre 0,4-0,6 donde no implica una pérdida significativa de autonomía financiera. Vemos como Decathlon apuesta por la financiación ajena en un 61%, por tanto la empresa tiene una situación financiera arriesgada y se encuentra descapitalizada. No obstante, la deuda ajena no resulta excesiva.

Las variaciones interanuales del ratio se corresponden con una tendencia hacia un mayor uso de capitales propios en los ejercicios de 2012 a 2014, donde baja el nivel de endeudamiento. Esta situación revierte en el último ejercicio con la adquisición de financiación bancaria a largo plazo que aumenta la importancia relativa del pasivo sobre el patrimonio neto.

### **Ratio de Autonomía**

$$\text{Autonomía} = \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo}} = \frac{243.903}{61.801 + 316.920} = 0,64$$

Este ratio también es una medida de la cantidad de financiación que procede de los capitales propios de una empresa y corrobora lo indicado por el ratio de endeudamiento. Se aprecia un uso de deuda ajena por encima de lo recomendado, pero no de forma arriesgada.

### **Ratio de Solvencia**

$$\text{Solvencia} = \frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}} = \frac{622.624}{61.801 + 316.920} = 1,64$$

Mide la capacidad de la empresa para hacer frente a la totalidad de sus deudas con todo su activo. El valor debe ser mayor a la unidad para poder garantizar el pago de sus deudas con sus activos. Se concluye que Decathlon es solvente, pues el ratio indica que por cada euro de deuda la empresa dispone de activos por valor contable de 1,64 euros para hacer frente a sus obligaciones.

La variación interanual del ratio en el último ejercicio refleja el incremento del volumen de financiación a largo plazo y la pérdida de importancia relativa de los capitales propios en la estructura financiera de la empresa.

Por tanto, podemos afirmar que la entidad apuesta por la financiación ajena con la garantía de encontrarse en una situación de solvencia.

### **Ratio de Calidad de la Deuda**

$$\text{Calidad de la Deuda} = \frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Pasivo}} = \frac{316.920}{61.801 + 316.920} = 0,84$$

Se suele considerar que a menor ratio mejor calidad de la deuda en lo que al plazo se refiere, por tanto, el hecho de que estos valores sean tan altos podría llevarnos a la conclusión de que se trata de una deuda de mala calidad. Sin embargo, las empresas de distribución comercial se caracterizan por un uso mayoritario de deudas con proveedores a corto plazo cuyos plazos habituales de pago suelen ser de 30, 60 o 90 días, por lo que se puede determinar que el valor del ratio entra dentro de la normalidad.

El volumen de deuda a corto plazo ha ido disminuyendo progresivamente en los últimos tres ejercicios a favor de la financiación propia en el periodo de 2013-2014 y en pos de la financiación ajena a largo plazo en el último año. Esto supone un descenso de las necesidades de liquidez para hacer frente a las deudas a corto plazo.

**Ratio de Gastos Financieros sobre Ventas**

$$\text{Gastos Financieros/Ventas} = \frac{\text{Gastos Financieros}}{\text{Ventas}} = \frac{613}{1.577.668} = 0,0004$$

Se observa que Decathlon posee una carga financiera muy reducida, situándose en el 0,04% respecto a las ventas. Este valor es muy adecuado y podemos afirmar que la empresa no soporta una carga financiera excesiva en relación con las ventas.

Dicha proporción ha evolucionado favorablemente a la baja en los últimos dos ejercicios económicos, a pesar de la reciente adquisición de deuda con entidades bancarias en el último año, lo que indica una buena gestión de la deuda ajena por parte de la entidad.

Es común en las empresas de distribución comercial que el valor de este ratio sea tan bajo, pues la mayor parte de su financiación proviene de sus proveedores y no suele acarrear el pago de gastos financieros.

**Ratio de Coste de la Deuda**

$$\text{GF/Pasivo con Coste} = \frac{\text{Gastos Financieros}}{\text{Pasivo con Coste}} = \frac{613}{51.916 + 2.868 + 230.445} = 0,0024$$

Este ratio relaciona la carga financiera que ha de abonar la empresa con la financiación que supone coste. El valor resultante debe compararse con los tipos de interés de nuevas operaciones, préstamos y créditos a las sociedades no financieras, que según los datos publicados por el Banco de España<sup>27</sup>, en el mes de diciembre de 2015, este tipo de interés ascendió a 3,27%.

De acuerdo con el valor del ratio, la empresa soporta un coste de la deuda muy bajo y que se ha ido reduciendo progresivamente en los últimos dos ejercicios. Concluimos pues que el coste financiero es adecuado y la financiación externa de la empresa está bien gestionada.

**Ratio de Cobertura de Gastos Financieros**

$$\text{Cobertura de Gastos Financieros} = \frac{\text{BAIL}}{\text{Gastos Financieros}} = \frac{139.748}{613} = 251,23$$

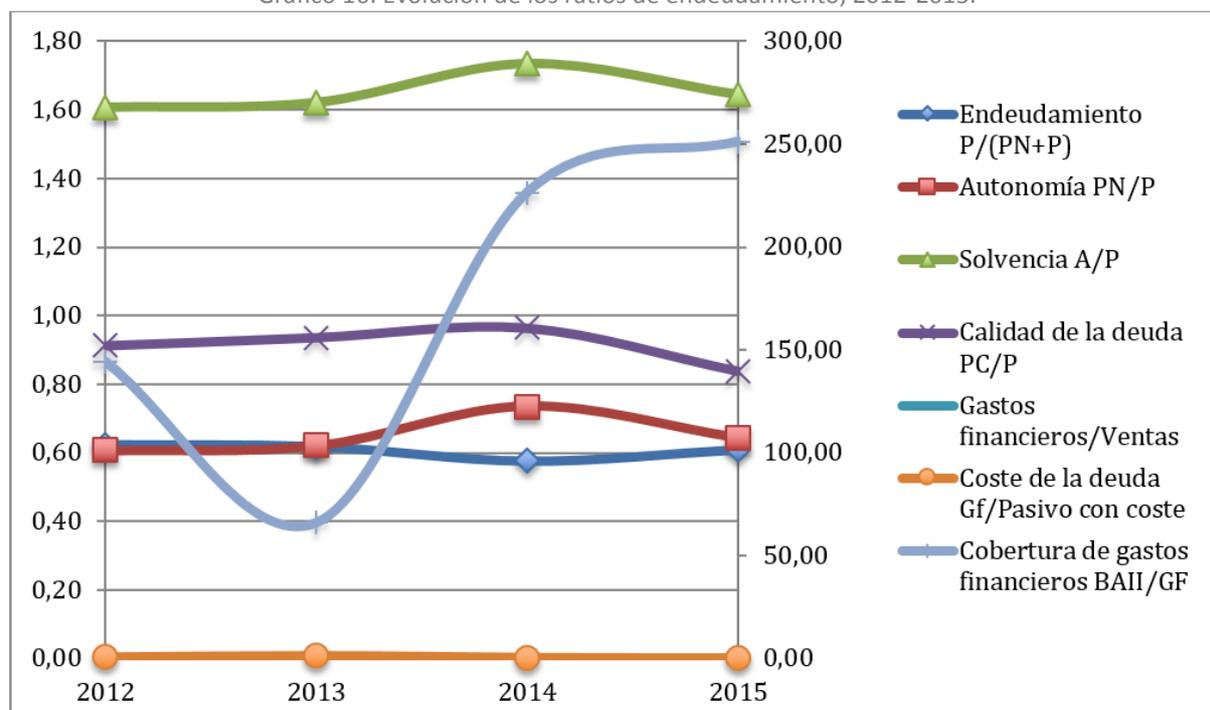
<sup>27</sup> <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/e0903.pdf>

Este ratio mide la capacidad de la empresa para hacer frente a los gastos financieros con su resultado de explotación, es decir, con los beneficios obtenidos de la actividad principal sin considerar los posibles ingresos derivados de inversiones financieras que se pudieran realizar. El valor debe superar la unidad, en caso contrario no se podría hacer frente a la carga financiera con los resultados ordinarios y podría suponer un beneficio neto negativo.

Podemos afirmar que Decathlon no tiene ninguna dificultad para cubrir los gastos derivados de la deuda. Este dato se ha incrementado en los últimos dos ejercicios a causa del incremento del resultado de explotación y un descenso gradual de los gastos financieros desde 2014. La evolución del ratio concuerda con la etapa de crecimiento de la entidad.

Para finalizar, concluimos que la empresa tiene una estructura financiera con mayor peso de la deuda ajena, pero sin resultar en una situación arriesgada, con unos valores de endeudamiento, autonomía y solvencia adecuados dada su actividad. La mayor parte de su deuda es a corto plazo, con un coste financiero muy reducido y totalmente cubierto por su resultado de explotación, por lo que parece que Decathlon goza de una situación adecuada desde el punto de vista financiero.

Gráfico 16: Evolución de los ratios de endeudamiento, 2012-2015.



Fuente: Elaboración propia.

## 5.5. Análisis de la política de inversión-financiación (E.O.A.F)

El Estado de Origen y Aplicación de Fondos muestra cuál ha sido el flujo de fondos<sup>28</sup> obtenidos en un periodo de tiempo y cómo se han invertido. Su utilidad reside en que refleja la política de inversión-financiación seguida por la empresa y permite determinar si ésta es adecuada. Para ello, procedemos al cálculo y análisis de los E.O.A.F. de los últimos cuatro ejercicios económicos y nos centraremos en las principales masas patrimoniales para observar a través de cuales se han obtenido entradas de flujos (orígenes) y cómo se han invertido éstos (aplicaciones).

Así pues, un E.O.A.F. adecuadamente proporcionado indica un equilibrio de la política de inversión-financiación llevada a cabo por la empresa. Esto ocurrirá cuando se asegure el mantenimiento del Fondo de Maniobra positivo o una evolución favorable del mismo.

### 2012-2013

Tabla 14: E.O.A.F. de Decathlon 2012-2013 en miles de euros.

2012-2013			
APLICACIONES		ORÍGENES	
PN	74.904	ANC	6.301
PNC	6.050	Rdo	95.301
		Amort	11.247
Var. FM			31.896
Existencias	2.622	Efectivo	2.815
Realizable	63.898	PC	31.809
Total	147.473	Total	147.473

Fuente: Elaboración propia.

Se puede observar cómo la autofinanciación, es decir, el resultado del ejercicio y la amortización, ha constituido el principal origen de fondos en el ejercicio. Estos fondos se han invertido sobre todo en existencias y realizable, es decir, en inversiones a corto plazo.

La variación negativa del patrimonio neto en aplicaciones se debe a la política de distribución del resultado del ejercicio de 2012 a reservas voluntarias y un reparto de dividendos por valor de

<sup>28</sup> Las variaciones positivas de activos y negativas de patrimonio neto y pasivos se consideran aplicaciones. Asimismo, las variaciones positivas de patrimonio neto y pasivos y negativas de activos son orígenes de fondos.

74,904 millones de euros en 2013, según lo dispuesto en el Estado Total de Cambios en el Patrimonio Neto (ETCPN, ver anexo 4).

De la tabla 14 se desprende que la empresa decidió enajenar inmovilizado y reducir sus deudas a largo plazo en una cuantía similar, lo que denota cierta coherencia.

Por otro lado, a corto plazo, la empresa ha tenido origen de fondos incrementando sus deudas inmediatas, concretamente de sus proveedores. Esta financiación se invierte existencias y en realizable en su mayor parte, los cuales también se encuentran financiados por fondos propios. Asimismo, ha habido una reducción de efectivo que constituye un origen de fondos.

Podemos concluir que Decathlon decidió utilizar deuda a corto plazo y fondos propios para realizar inversiones financieras a corto plazo y así obtener una mayor rentabilidad, lo que se tradujo en una evolución favorable del fondo de maniobra, por lo que la política es adecuada.

## **2013-2014**

Tabla 15: E.O.A.F. de Decathlon 2013-2014 en miles de euros.

2013-2014			
APLICACIONES		ORÍGENES	
ANC	15.381	Rdo	111.153
PNC	10.857	Amort	18.013
PN	95.000		
Var. FM			7.928
PC	21.054	Existencias	533
Efectivo	3.177	Realizable	15.771
Total	145.470	Total	145.470

Fuente: Elaboración propia.

En 2014 el principal origen de fondos continúa siendo la autofinanciación, mayoritariamente por el resultado del ejercicio. Se ha producido un incremento en la inversión de inmovilizado y un descenso de la financiación a largo plazo que constituyen aplicaciones de fondos.

Se observa cómo se ha reducido deuda a corto plazo y se ha decidido realizar menos inversiones financieras, lo que supone una disminución del realizable. Las existencias constituyen un ligero

origen de fondos, sin mucha relevancia, y también se ha incrementado el efectivo. Es destacable que, esta política parece contraria a la seguida en el ejercicio inmediatamente anterior donde se enajenó inmovilizado y se invirtió en activo circulante. No obstante, como vimos en el análisis sectorial, a finales del 2013 y en durante 2014 se produjo una recuperación de las ventas minoristas, por lo que Decathlon observó un incremento en sus ventas y comenzó a realizar inversiones en activo fijo y a disponer de mayor cantidad de efectivo.

Decathlon continúa con su política de destinar el resultado del ejercicio 2013 íntegramente a reservas, así como una distribución de dividendos por valor de 95 millones de euros en 2014 (ver anexo 4).

De este modo, se determina que se han utilizado mayoritariamente fondos propios para realizar inversiones en inmovilizado, satisfacer deuda a largo y corto plazo y disponer de mayor dinero líquido en caja. Esto conduce a una variación positiva del fondo de maniobra que determina una política de inversión-financiación adecuada.

## **2014-2015**

Tabla 16: E.O.A.F. de Decathlon 2014-2015 en miles de euros.

2014-2015			
APLICACIONES		ORÍGENES	
ANC	74.005	PNC	50.550
PN	98.639	Rdo	111.508
		Amort	12.301
Var. FM			1.716
Existencias	7.644	PC	13.870
Realizable	9.887	Efectivo	1.945
<b>Total</b>	<b>190.175</b>	<b>Total</b>	<b>190.175</b>

Fuente: Elaboración propia.

Se observa cómo la autofinanciación continúa siendo el principal origen de fondos, siendo el resultado del ejercicio el 58,6% del total de los orígenes.

Por vez primera, en comparación con los años estudiados, el pasivo no corriente constituye un origen de fondos. Esto se debe a la adquisición de financiación a largo plazo con entidades de

crédito en el año 2015, en coherencia con el incremento significativo de aplicaciones de fondos en activo no corriente, que se corresponden casi en su totalidad con inversiones en inmovilizado materia. Esto deja entrever la situación de crecimiento que ha tenido la empresa en el último ejercicio y se corresponde con una política de expansión.

Las inversiones en existencias y realizable se han incrementado acompañadas de un aumento de utilización de deuda a corto plazo, pero en menor cuantía. De lo que se desprende la variación positiva del fondo de maniobra en el último ejercicio. Por último, el efectivo se ha reducido, reportando una entrada de flujos.

La empresa continúa con su política de destinar resultado del ejercicio 2014 a reservas, así como una distribución de dividendos por valor de 100 millones de euros en 2015 (ver en anexo 4).

Por tanto, se determina que la política de inversión-financiación ha sido adecuada, donde destaca el aumento de aplicaciones de fondos en todas las partidas de activo de la empresa, exceptuando el efectivo.

A continuación se relatan los principales aspectos que caracterizan de la política de inversión-financiación llevada a cabo por la empresa durante los ejercicios económicos de 2012 a 2015:

En el periodo analizado, la autofinanciación es el principal origen de fondos en el periodo analizado, siendo un 74% del total de financiación utilizada por la empresa, de los cuales un 88,44% corresponde al resultado del ejercicio y un 11,56% a la autofinanciación por la amortización. Esto resulta muy favorable para Decathlon puesto que se trata de financiación sin coste y propia de la actividad de explotación, por tanto, resulta una evidencia significativa de la capacidad de la entidad en la generación de riqueza, además de un reparto de casi 270 millones de euros en dividendos durante ese periodo, que constituye el 55,58% de las aplicaciones de fondos.

Por otro lado, el incremento de la deuda ajena a largo plazo y corto plazo han supuesto el 10,46% y 9,45% de los orígenes de fondos, respectivamente. Asimismo, la empresa ha decidido reducir ligeramente el montante de efectivo, pero no de forma alarmante.

Asimismo, se han realizado inversiones significativas en activos no corrientes, representando un 18,50% de las aplicaciones de fondos, principalmente en inmovilizado material, así como en realizable, en un 15,27%, con un predominio de inversiones financieras en empresas del grupo y asociadas. Exceptuando la disminución del efectivo, las variaciones positivas del resto de activos reflejan el crecimiento patrimonial de la empresa en los últimos años, especialmente en 2015.

Por tanto, calificamos la política de inversión-financiación como equilibrada, ya que los orígenes de fondos generados a largo plazo han sido suficientes para financiar la totalidad de las aplicaciones, tanto a largo como a corto plazo. La elevada cuantía de fondos adquirida con la autofinanciación de la empresa ha permitido una remuneración sustanciosa a los accionistas.

La empresa parte de un fondo de maniobra negativo en 2012 que no se corresponde con problemas de liquidez ni desequilibrio económico-financiero dada su actividad, pero que ha evolucionado favorablemente con una variación positiva de 41.539 miles de euros, colocando a la empresa más próxima al equilibrio, lo que indica la adecuación de la política de inversión-financiación seguida por la empresa durante los últimos cuatro años.

## **5.6. Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias**

Una vez realizado el análisis del balance y el E.O.A.F. ya disponemos de una idea general de la situación patrimonial en la que se encuentra Decathlon. A continuación enfocaremos el análisis hacia el aspecto económico de la actividad de la empresa, lo que nos permitirá averiguar cómo genera sus resultados y lograr un diagnóstico acerca del contenido en la cuenta de pérdidas y ganancias para comprender su estructura de gastos.

El método principal para el análisis económico consiste en realizar una simplificación estructurada de la cuenta de pérdidas y ganancias presentando ingresos y gastos clasificados y ordenados. En la tabla 17 se muestran los datos, en términos absolutos y relativos, de los cuatro últimos ejercicios económicos. Además nos haremos servir del cálculo de ratios de expansión de los resultados, de principal importancia para el análisis económico.

Tabla 17: Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias 2012-2015 en miles de euros.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias	31/12/15		31/12/14		31/12/13		31/12/12	
Ventas	1.577.668	100%	1.450.419	100%	1.383.735	100%	1.338.705	100%
Coste de ventas	-1.023.845	-65%	-924.793	-64%	-875.815	-63%	-845.209	-63%
MB (Margen bruto)	553.824	35%	525.626	36%	507.920	37%	493.496	37%
Otros gastos de explotación	-183.701	-12%	-182.932	-13%	-177.089	-13%	-172.009	-13%
Otros ingresos de explotación	17.842	1%	19.702	1%	19.895	1%	21.780	2%
VAB (Valor añadido bruto)	387.965	25%	362.397	25%	350.726	25%	343.267	26%
Gastos de personal	-208.330	-13%	-193.844	-13%	-178.082	-13%	-170.173	-13%
EBITDA	179.635	11%	179.944	12%	172.643	12%	164.429	12%
Amortización y deterioro	-25.619	-2%	-23.764	-2%	34.159	2%	33.347	2%
BAII (Rdo. Explotación)	154.016	10%	155.355	11%	138.484	10%	139.748	10%
Gastos financieros	-613	0%	-686	0%	-2.099	0%	-968	0%
Ingresos financieros	367	0%	556	0%	1.037	0%	320	0%
BAI (Rdo. antes impuestos)	153.769	10%	155.228	11%	137.422	10%	139.100	10%
Impuesto beneficios	-42.261	-3%	-44.075	-3%	-42.121	-3%	-42.048	-3%
Resultado del Ejercicio	111.508	7%	111.153	8%	95.301	7%	97.052	7%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Decathlon España S.A.U.

En primer lugar enfocamos en el análisis de la cuenta de resultados del último año para profundizar en la forma en que la empresa genera beneficios y posteriormente se procede al estudio la evolución de las principales magnitudes económicas.

El resultado del ejercicio es el 7% de las ventas de la empresa, es decir, por cada 100 euros de ingresos Decathlon obtiene siete de beneficio neto. Hay que puntualizar que dicha proporción es notablemente alta atendiendo al tipo de actividad de distribución minorista, es usual que esa proporción no sea tan elevada en empresas comerciales.

Las principales partidas que consumen los ingresos de explotación son el consumo de mercaderías y los gastos de personal, siendo esta situación habitual en las empresas del sector.

Un margen bruto del 35% de las ventas es razonablemente alto y permite cubrir gastos en alquileres, reparaciones, publicidad, transporte y suministros, del montante de otros gastos de explotación, que consumen un 12% de las ventas.

El valor añadido bruto debe permitir remunerar a los trabajadores, el abono de intereses, pagar los tributos, afrontar el coste de financiación propia (dividendos) y generar autofinanciación. Un 25% de dicho valor en relación a las ventas entra dentro de la normalidad dada la actividad de explotación.

El resultado bruto operativo o EBITDA representa el 11% de las ventas y el resultado de explotación es el 10%. Las operaciones financieras y el pago de intereses suponen un valor residual en la cuenta de resultados, lo que indica que la empresa genera riqueza gracias a su actividad de explotación. El impuesto de sociedades acarrea un 3% de los ingresos de explotación por las ventas de Decathlon.

La empresa posee una estructura de gastos flexible debido a que el coste de ventas representa el 65% del importe total de las ventas, es decir, existe una preponderancia de los costes variables frente a los fijos, situación habitual con el tipo de actividad económica de la empresa. Esto supone una ventaja, debido a que si fuese necesario llevar a cabo medidas encaminadas a la mejora de la eficiencia en la gestión económica serían más fáciles de aplicar sobre costes variables que sobre los costes de estructura de la empresa.

La tabla 18 permite visualizar la evolución de las principales partidas que componen la cuenta de resultados durante los ejercicios de 2012 a 2015:

Tabla 18: Ratios de expansión de la cuenta de pérdidas y ganancias, 2012-2015.

Ratios de expansión	15/12	15/14	14/13	13/12
<b>Ventas</b>	1,18	1,09	1,05	1,03
<b>MB</b>	1,12	1,05	1,03	1,03
<b>VAB</b>	1,13	1,07	1,03	1,02
<b>EBITDA</b>	1,09	1,00	1,04	1,05
<b>BAII</b>	1,10	0,99	1,12	0,99
<b>BAI</b>	1,11	0,99	1,13	0,99
<b>Beneficio Neto</b>	1,15	1,00	1,17	0,98

Fuente: Elaboración propia.

Comparando el crecimiento de las ventas en el último año con la tasa de inflación general del periodo 2012-2015<sup>29</sup>, un IPC medio de 0,75% según INE, se entiende que el incremento del INCN no se ha debido al aumento de precios sino a un aumento de las ventas físicas en un 18% durante esos cuatro años.

Las ventas de Decathlon han tenido un crecimiento interanual del 3% entre 2012-2013, 5% entre 2013-14 y 9% entre 2014-2015. Se verifica que la empresa se encuentra en una etapa de crecimiento de su negocio con un incremento medio de 5,66% en sus ventas cada año. Este dato resulta imprescindible para las proyecciones financieras en la estimación del valor de mercado de la sociedad. Aplicando el principio de prudencia con los datos anteriores parece razonable asumir un incremento del INCN de un 5% cada año en el método de descuento de flujos de caja.

Observando los valores del ratio de expansión de ventas con el del Beneficio Neto se deduce que, a pesar de un incremento progresivo de las ventas en los últimos tres años, éste no se ha conseguido trasladar de la misma forma a la obtención de beneficios en el último año, lo que indica una pérdida en la eficiencia de la gestión económica de la empresa en el ejercicio 2015.

El ligero empeoramiento de la gestión económica respecto al pasado año se ha debido principalmente a un incremento en el coste de ventas y del gasto de personal, si bien ello no resulta alarmante, pues una empresa dedicada a la distribución comercial al por menor en fase de expansión tiene como principales fuentes de gasto los aprovisionamientos y las remuneraciones de los trabajadores.

<sup>29</sup> <http://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=10305&L=0>

El ratio de expansión del Margen Bruto revela un aumento del mismo en 2015 debido a un crecimiento de unidades vendidas, aunque la diferencia en los valores de dicho ratio y el de ventas revela una pérdida de eficiencia en la gestión de los costes variables, ya que hay mayor distancia en el crecimiento de las magnitudes que en los ejercicios anteriores.

Se evidencia que en 2014 se logró un Beneficio Neto mayor por unidad vendida respecto al año anterior, reflejado en mayores valores de todos los ratios de expansión, a causa de un menor deterioro de inmovilizado, un descenso de los gastos financieros y una reducción en el pago de impuesto sobre beneficios respecto al 2013.

Por lo que respecta al Valor Añadido Bruto, ha tenido un crecimiento progresivo similar al de las ventas y el Margen Bruto, aunque ligeramente inferior, con lo que en las estimaciones financieras es razonable vincular los gastos en alquileres, materiales y suministros al crecimiento de las ventas. Se observa cómo la partida de otros ingresos de explotación ha ido descendiendo, lo que implica un deje en la obtención de ingresos por vías distintas a la actividad de explotación.

El EBITDA es la magnitud con menor incremento dentro del periodo estudiado, debido al crecimiento anual de los gastos de personal que se llevan gran parte del Valor Añadido Bruto. El BAII y el BAI presentan ratios de expansión muy parecidos, indicando que el resultado financiero de la empresa tiene poca importancia relativa en el resultado del ejercicio. Las inversiones financieras que viene realizando en los últimos años, si bien aportan rentabilidad a Decathlon, resultan poco significativas en su cuenta de resultados.

Con todo ello, se puede afirmar que se ha producido una evolución favorable en todas las magnitudes principales de la cuenta de resultados, especialmente de las ventas y del Beneficio Neto con incrementos del 18% y 15%, respectivamente.

## **5.7. Análisis de la rentabilidad económica**

El rendimiento o rentabilidad económica mide la productividad del activo, es decir, el beneficio generado por el activo, en términos del resultado de explotación (BAII) sin tener en cuenta cómo

se ha financiado, eliminando de la relación el efecto del tipo de financiación que escoge la empresa. Para un mismo activo, un BAI más elevado significa una mayor productividad.

Está relacionada con:

- Margen de ventas: beneficio obtenido por unidad vendida una vez descontados los gastos directa o indirectamente atribuibles, sin contar amortizaciones y depreciaciones de activos fijos ni intereses financieros.
- Rotación del activo: productividad de los recursos económicos en base a las unidades vendidas. Mide el retorno por unidad monetaria invertida en activo fijo y circulante.

$$\text{Rentabilidad Económica} = \text{Margen de Ventas} \times \text{Rotación del Activo}$$

$$= \frac{\text{BAI}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo}} = \frac{\text{BAI}}{\text{Activo}} = 0,25$$

En la tabla 19 se muestran los datos que nos permiten analizar la rentabilidad económica, la rotación de los diferentes activos de la empresa, así como la evolución de los mismos en los últimos años:

Tabla 19: Ratios de rentabilidad económica y rotación del activo 2012-2015.

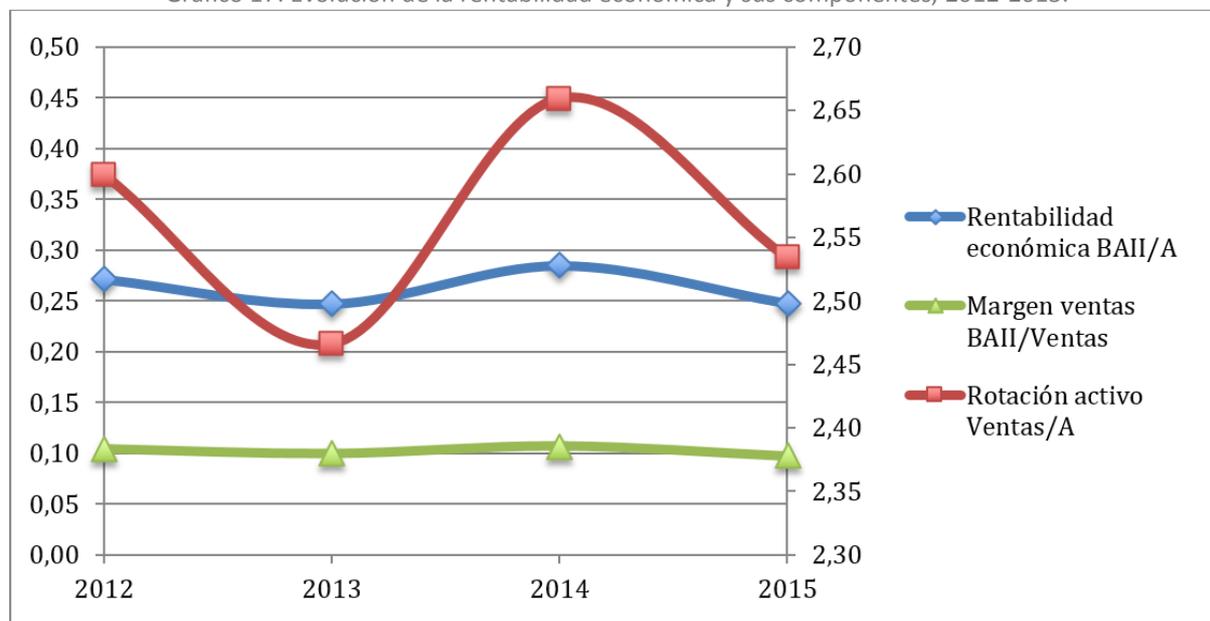
Productividad del activo	2015	2014	2013	2012
<b>Rentabilidad económica BAI/A</b>	0,25	0,28	0,25	0,27
<b>Rotación activo Ventas/A</b>	2,53	2,66	2,47	2,60
<b>Margen ventas BAI/Ventas</b>	0,10	0,11	0,10	0,10
<b>Rotación activo no corriente Ventas/ANC</b>	4,25	4,68	4,43	4,28
<b>Rotación activo corriente Ventas/AC</b>	6,28	6,16	5,56	4,06
<b>Rotación existencias (Aprov.+Var.)/Existencias</b>	13,51	13,29	12,62	12,50
<b>Rotación de clientes Ventas/Clientes</b>	48,02	61,29	156,64	51,09

Fuente: Elaboración propia.

El margen de ventas se sitúa alrededor del 10% prácticamente en cada ejercicio económico, dato que resulta algo elevado para una empresa dedicada a la distribución comercial de grandes cantidades, pero hay que tener en cuenta que en el valor del margen se mezclan todos los productos que vende la empresa, con lo que el valor combina, el poco margen de ganancia que se obtiene con la mayoría de sus productos con precios bajos, con el alto margen producido con la venta de productos especializados, como máquinas deportivas o bicicletas.

Se observa una disminución de la rentabilidad económica, consecuencia de una política de inversión en inmovilizado material. Sin embargo, 25 euros por cada 100 invertidos en activo resulta un dato sumamente favorable, pues es muy elevado para el tipo de actividad que realiza la empresa, ya que requiere elevadas inversiones en instalaciones y existencias.

Gráfico 17: Evolución de la rentabilidad económica y sus componentes, 2012-2015.



Fuente: Elaboración propia.

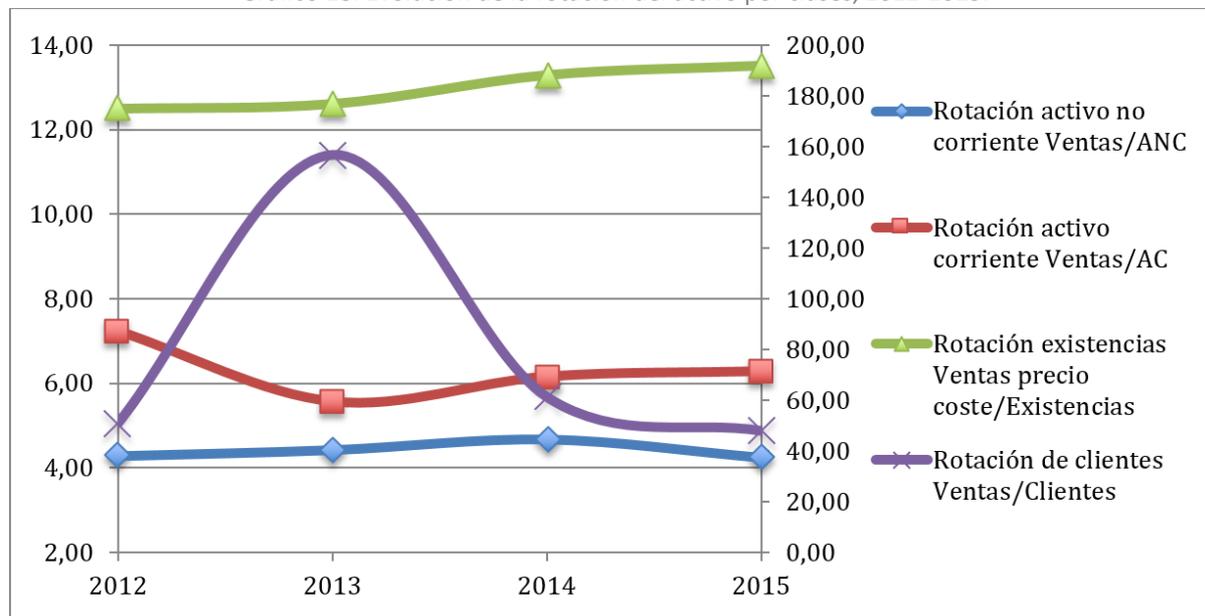
La reducción de la rentabilidad económica se ha producido principalmente en la disminución de la rotación del activo por un incremento mayor en las inversiones que en las ventas y ligeramente en un menor margen (ganancia por unidad vendida) porque las ventas aumentan en el ejercicio pero el BAI disminuye en el último año.

Hay que tener en cuenta que también se han realizado inversiones en activos distintos de los que participan en el proceso productivo de la empresa, como son las inversiones financieras a largo y corto plazo, que no se traducen en un aumento de productividad en el BAI.

Decathlon sigue una estrategia claramente identificable en relación con los valores de la descomposición de la rentabilidad económica: elevada rotación y bajo margen, es decir, alcanzar un elevado volumen de ventas en lugar de una maximización de beneficio por unidad vendida. Esto se observa con los valores de la rotación, donde por unidad monetaria de inversión en activo se logran más del doble de ventas, y los valores del margen, donde se obtiene un resultado de

explotación del 10% por unidad vendida. Esta estrategia es totalmente coherente en una empresa de su sector.

Gráfico 18: Evolución de la rotación del activo por clases, 2012-2015.



Fuente: Elaboración propia.

Hemos de tener en consideración que no existe para éstos ratios unos límites adecuados para su valor, lo deseable es que el valor de los mismos sea lo más elevado posible, indicando la capacidad de conseguir un mayor volumen de ventas con menor inversión en recursos productivos.

Se observa cómo el activo fijo de la empresa es ligeramente menos productivo. La inversión en activo no se ha correspondido con un aumento de la productividad en relación con las ventas. Por el contrario, el ratio de rotación del activo corriente aumenta progresivamente. Esto se refleja en la variación favorable de la rotación de existencias, que indica una venta más rápida de mercancías y una reducción del periodo de almacenamiento en tiendas, lo que indica una mejora de la liquidez de las existencias.

En cuanto a la rotación de clientes, podemos comprobar como la productividad de los créditos concedidos ha disminuido considerablemente respecto al ejercicio de 2013. Esto se ha producido porque ha habido un aumento en el volumen de créditos concedidos a clientes, es decir, los clientes pagan menos al contado y Decathlon ha visto ampliado su plazo de cobro. La partida de los deudores es menos líquida, pero sin resultar perjudicial.

Tabla 20: Comparación rentabilidad económica-coste de la deuda 2012-2015.

Rentabilidad económica-Coste de la deuda	2015	2014	2013	2012
<b>Rentabilidad económica BAI/A</b>	0,25	0,28	0,25	0,27
<b>Rotación activo Ventas/A</b>	2,53	2,66	2,47	2,60
<b>Margen ventas BAI/Ventas</b>	0,10	0,11	0,10	0,10
<b>Coste de la deuda GF/Pasivo con coste</b>	0,0021	0,0030	0,0083	0,0043

Fuente: Elaboración propia.

La rentabilidad económica supera en valor al ratio del coste de la deuda con una gran diferencia en todos los ejercicios económicos. Esto significa que la productividad de los activos produce un beneficio suficiente para cubrir el coste de la financiación de los mismos, hecho eminentemente positivo. De nuevo se comprueba que Decathlon no tiene problemas para hacer frente a la carga financiera de su deuda ajena.

### 5.8. Análisis de la rentabilidad financiera

La rentabilidad financiera mide la capacidad que tiene la empresa para generar resultados con los fondos propios de los que dispone, es decir, la productividad de las aportaciones de los socios.

*Rentabilidad Financiera = Margen x Rotación x Apalancamiento x Efecto Fiscal*

$$= \frac{BAI}{Ventas} \times \frac{Ventas}{Activo} \times \frac{Activo}{PN} \times \frac{BAI}{BAI} \times \frac{Beneficio}{BAI} = \frac{Beneficio}{PN} = 0,46$$

Tabla 21: Rentabilidad financiera y su descomposición 2012-2015.

	2015	2014	2013	2012
<b>Rentabilidad financiera Rdo/PN</b>	0,46	0,48	0,44	0,50
<b>Rentabilidad económica BAI/A</b>	0,25	0,28	0,25	0,27
<b>Rotación activo Ventas/A</b>	2,53	2,66	2,47	2,60
<b>Margen ventas BAI/Ventas</b>	0,10	0,11	0,10	0,10
<b>Apalancamiento financiero (A/PN)*(BAI/BAI)</b>	2,56	2,36	2,59	2,64
<b>Efecto fiscal BN/BAI</b>	0,73	0,72	0,69	0,70

Fuente: Elaboración propia

Se observa una disminución en la rentabilidad financiera de Decathlon en el periodo estudiado, que viene indicada en la disminución de la rentabilidad económica antes analizada. Esto ocurre a pesar de la mejora del apalancamiento financiero y el efecto fiscal con una bajada del montante del impuesto sobre beneficios.

Las políticas de inversión en inmovilizado material y capitalización de las reservas han sido las principales causas en el descenso de la rentabilidad de los capitales propios, pues la generación de riqueza no ha crecido en la misma medida que los recursos propios y el activo total de la empresa. No obstante, el valor de dicha rentabilidad es bastante alto, en 2015 por cada unidad monetaria de fondos propios se consigue alcanzar un beneficio del 46%. No hay coste de oportunidad para los socios, pues la rentabilidad de su inversión es muy superior a inversiones sin riesgos, como las Obligaciones a 10 años<sup>30</sup> (1,74%) y más elevada que la ofrecida en el IBEX-35<sup>31</sup> (1,01%) a diciembre de 2015, según el Banco de España.

Resulta destacable los valores que presenta el apalancamiento financiero, siendo superior a la unidad en todos los años estudiados, esto significa que el uso de deuda ajena favorece la rentabilidad financiera de la empresa. El crecimiento del valor en el último año indica un acierto en el uso de deuda a largo plazo para llevar a cabo inversiones en activos fijos en la política de expansión que lleva a cabo la empresa.

Gráfico 19: Evolución de la rentabilidad financiera y sus componentes, 2012-2015.



Fuente: Elaboración propia.

<sup>30</sup> <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a2116.pdf>

<sup>31</sup> <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a2225.pdf>

## 5.9. Análisis del fondo de maniobra

### 5.9.1. Cálculo del ciclo de maduración y ciclo de caja

El análisis estático del fondo de maniobra no permite asegurar si existe equilibrio económico-financiero, hay que recurrir a analizar el margen temporal existente entre a los plazos medios de cobro a clientes y pago a proveedores, además del plazo de almacenamiento de mercaderías para determinar las necesidades reales de liquidez.

Tabla 22<sup>32</sup>: Plazos de almacenamiento, cobro y pago 2012-2015 en miles de euros y días.

	2015	2014	2013	2012
<b>Consumo de mercaderías</b>	1.023.845	924.793	875.815	845.209
<b>Saldo medio existencias</b>	112.979	109.423	108.379	103.324
<b>Plazo de Almac. Mercaderías</b>	40,28	43,19	45,17	44,62
<b>Importe neto cifra de negocios</b>	1.577.668	1.450.419	1.383.735	1.338.705
<b>Saldo medio clientes</b>	28.261	16.250	17.519	32.352
<b>Plazo de Cobro</b>	5,40	3,38	3,82	7,29
<b>Compras totales</b>	1.005.499	914.234	869.597	844.823
<b>Saldo medio proveedores</b>	258.197	268.551	268.874	247.619
<b>Plazo de Pago</b>	77,46	88,61	93,27	88,42

Fuente: Elaboración propia.

La evolución a la baja del plazo de almacenamiento indica una mejora en la gestión de stocks, habiéndose aumentado la frecuencia con la que se renuevan los productos en los establecimientos.

El plazo medio de cobro de los créditos concedidos a clientes es de 6 días en 2015, registrando una evolución desventajosa respecto a los dos ejercicios económicos anteriores. No obstante, no resulta perjudicial teniendo en cuenta los plazos de pago a proveedores.

<sup>32</sup> Los saldos medios se han obtenido con la media aritmética de los datos de un año y el inmediatamente anterior de las cuentas anuales.

$$\text{Plazo de Almacenamiento de Mercaderías} = \frac{\text{Saldo medio existencias}}{\text{Consumo de mercaderías}} \times 365$$

$$\text{Plazo de Cobro} = \frac{\text{Saldo medio clientes} - \text{Anticipos}}{\text{INCEN} \times (1 + \text{IVA})} \times 365$$

$$\text{Plazo de Pago} = \frac{\text{Saldo medio proveedores} - \text{Anticipos}}{\text{Compras totales} \times (1 + \text{IVA})} \times 365$$

Tipo general de IVA, 21%.

Las diferencias en la evolución de los plazos de almacenamiento y cobro a clientes radican en que, si bien la mayor parte de las ventas se realizan al contado y se ha reducido el plazo entre compra y venta de las existencias, los clientes recurren a compras con plazos de pago más holgados para productos más caros. Esto explica la distinta evolución de ambos plazos.

El plazo medio de pago a los proveedores es de 78 días en el último año, con una reducción progresiva desde el 2013, lo que significa que la empresa ha conseguido menor financiación por parte de los proveedores. No obstante, la gestión de cobros y pagos de la empresa es favorable.

En base a los plazos máximos de pago que establece la Ley 15/2010 de morosidad son de 60 días para empresas privadas y que Decathlon no cumple en ningún ejercicio económico del periodo estudiado. Por ello, el acortamiento del plazo de pago se debe a una gestión de pagos más cercana a la Ley y no a una pérdida de eficiencia en la negociación con proveedores.

Tabla 23: Ciclo de maduración y ciclo de caja 2012-2015 en días.

	2015	2014	2013	2012
<b>Plazo de Almac. Mercaderías</b>	40,28	43,19	45,17	44,62
<b>Plazo de Cobro</b>	5,40	3,38	3,82	7,29
<b>Plazo de Pago</b>	77,46	88,61	93,27	88,42
<b>Ciclo de Maduración</b>	45,68	46,57	48,99	51,91
<b>Ciclo de Caja</b>	-31,78	-42,04	-44,28	-36,51

Fuente: Elaboración propia.

Debido a que la empresa se dedica a la actividad comercial su ciclo de maduración<sup>33</sup> resulta de la agregación del plazo de almacenamiento de mercaderías y del plazo de cobro a los clientes. Es el tiempo, en días, que transcurre desde que se compra la materia prima hasta que se cobra del cliente. Interesa que sea lo más corto posible para reducir las necesidades de financiación, pero sin perjudicar la actividad de la empresa.

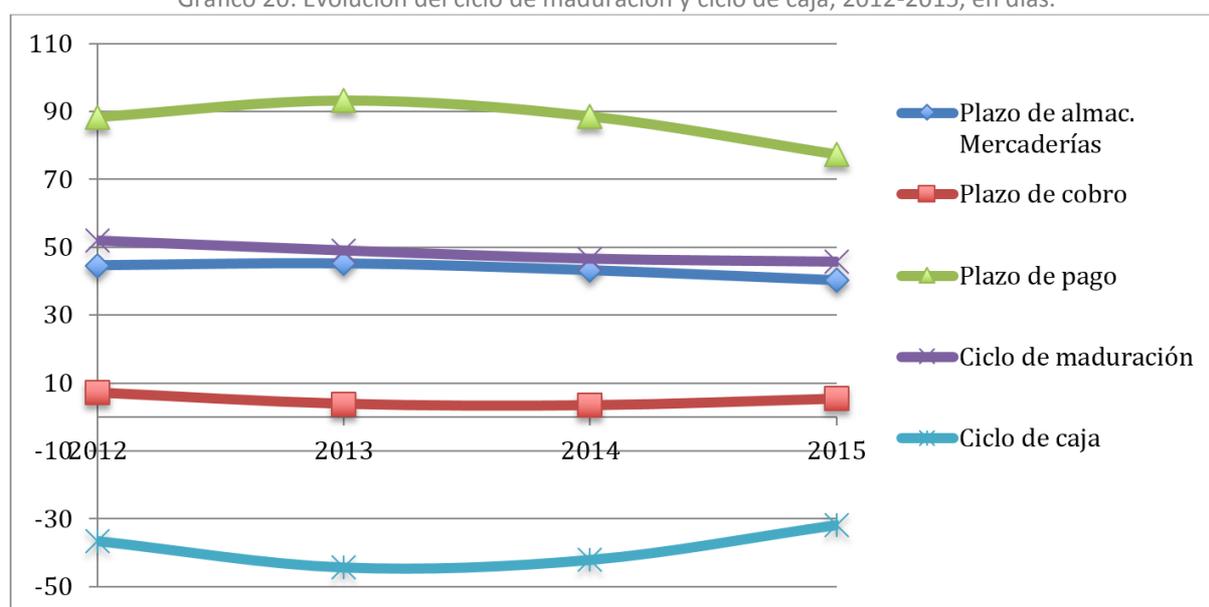
Su ciclo de maduración es de 46 días en 2015, con una evolución favorable y progresiva que implica una reducción de las necesidades teóricas de financiación y una mayor rotación y liquidez de las existencias. Esta mejora se ha debido principalmente al acortamiento del plazo de almacenamiento, es decir, de una venta más rápida de sus productos.

<sup>33</sup> No se calculan plazos de almacenamiento de materias primas, productos en curso y productos terminados porque no se trata de una empresa industrial que transforme o elabore los productos.

El ciclo de caja se obtiene con la diferencia entre el ciclo de maduración y el plazo de pago. Se trata del tiempo, en días, en el que se pagan los materiales y se cobra de los clientes. Representa las necesidades reales de financiación que requiere la empresa. Se observa cómo éste es negativo, -32 días, indicando que los proveedores financian todo su ciclo de explotación pues Decathlon obtiene cobros por ventas a clientes un mes antes de tener que realizar el pago a sus proveedores por esos productos vendidos.

Estos datos son coherentes con los que corresponderían a una empresa de distribución comercial al por menor, un stock mantenido durante un mes y medio, teniendo en cuenta que no venden productos perecederos, cobros efectuados en muy pocos días y plazos de pago a proveedores de 30, 60 y 90 días, dependiendo del tipo de producto.

Gráfico 20: Evolución del ciclo de maduración y ciclo de caja, 2012-2015, en días.



Fuente: Elaboración propia.

Se observa una reducción progresiva del ciclo de caja debido a la disminución del plazo de pago a proveedores, a pesar de la mejora del ciclo de maduración gracias al incremento de rotación de las existencias. El plazo de cobro se extiende pero no de forma significativa.

La gestión de cobros y pagos de Decathlon es favorable puesto que permite realizar su explotación con bajas necesidades de liquidez debido a la holgura que le otorgan sus proveedores, la rapidez de venta de sus productos y el bajo plazo de cobro a sus clientes.

### 5.9.2. Cálculo del fondo de maniobra operativo

Tabla 24: Fondo de maniobra operativo 2012-2015 en miles de euros.

	2015	2014	2013	2012
<b>FM Operativo</b>	-96.081	-99.136	-149.152	-99.697
<b>FM Extraoperativo</b>	30.273	31.613	73.701	-7.650
<b>FM Real</b>	-65.807	-67.523	-75.451	-107.347

Fuente: Elaboración propia.

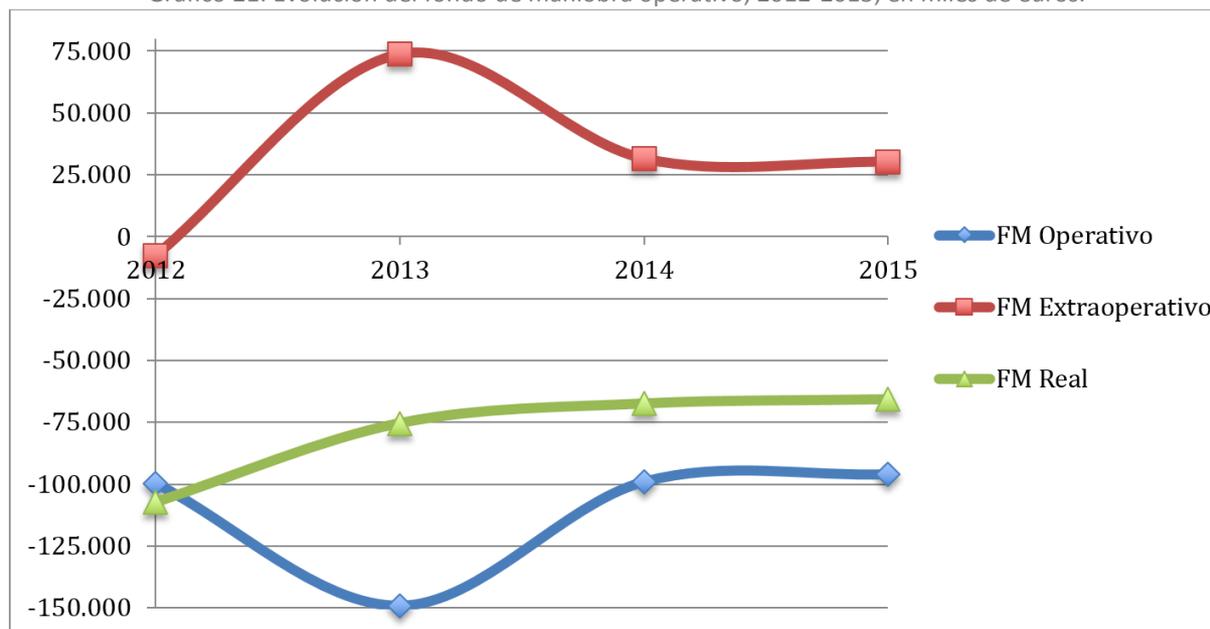
El fondo de maniobra operativo se deriva de la actividad de explotación de la empresa y depende totalmente del sector de actividad a la que pertenece y cómo gestiona la misma. En el caso de Decathlon, al presentar un ciclo de caja negativo de un mes, puede garantizar llevar a cabo su actividad de explotación con un fondo de maniobra operativo negativo.

Por tanto, la empresa se encuentra en equilibrio económico-financiero aun teniendo un fondo de maniobra negativo porque, a pesar de tener un montante de deudas inmediatas superior a su activo circulante, la rotación de sus existencias y el plazo de pago tan amplio permiten reducir las necesidades de liquidez que son habituales en empresas que ejerzan otra actividad.

No obstante, el fondo de maniobra extraoperativo es positivo, lo que significa que Decathlon rentabiliza sus excedentes de liquidez que no son necesarios para su ciclo de explotación en actividades distintas a la principal, de carácter financiero. En concreto, realiza inversiones financieras en empresas del grupo y asociadas. De esta forma, la empresa garantiza un fondo de maniobra real menos negativo que el operativo, asegurándose de obtener rentabilidad con aquella parte de liquidez que no requiere para llevar a cabo su explotación.

La evolución del fondo de maniobra resulta coherente con la del ciclo de caja, pues al reducirse el plazo de pago a proveedores, la empresa requiere de mayor liquidez, con lo que Decathlon ha aumentado su fondo de maniobra operativo de forma significativa. Este hecho se relaciona con la política de inversión-financiación analizada anteriormente. Por tanto, la evolución del fondo de maniobra ha sido favorable, a pesar de ser negativo, y la empresa se encuentra en una situación de equilibrio económico-financiero, con una situación patrimonial adecuada.

Gráfico 21: Evolución del fondo de maniobra operativo, 2012-2015, en miles de euros.



Fuente: Elaboración propia.

## 5.10. Conclusiones del análisis económico-financiero

A partir del análisis exhaustivo e integral realizado sobre de las cuentas anuales auditadas, se detallan a continuación las conclusiones más relevantes que se han alcanzado:

- La situación patrimonial es coherente y apropiada para el tipo de empresa y se encuentra en una fase de crecimiento patrimonial. A pesar de presentar un fondo de maniobra negativo que evoluciona de forma favorable, con una mayor cuantía de financiación a corto plazo sobre activos corrientes, no desemboca en una situación de desequilibrio económico-financiero, situación característica propia de las empresas de distribución comercial.
- El análisis de liquidez indica unos valores a priori desfavorables, con mayor importancia relativa de las existencias (comerciales) y del realizable (inversiones en empresas del grupo y asociadas) sobre el efectivo, pero con una rotación de mercancías elevada, un plazo de cobro reducido y plazo de pago muy alejado que indican unas necesidades reales de liquidez muy reducidas, una situación ventajosa que permite a la empresa asumir las deudas inmediatas. Por tanto el desequilibrio económico-financiero queda descartado.

- Empresa endeudada con una situación financiera arriesgada que apuesta por la deuda ajena sobre la propia, aunque no en exceso. La solvencia de la empresa es muy adecuada y con cobertura suficiente para satisfacer los gastos financieros con el resultado de su explotación.
- La política de inversión-financiación es adecuada y conduce al equilibrio económico-financiero por conllevar una evolución positiva del fondo de maniobra. Destaca la autofinanciación como principal fuente de orígenes y los activos fijos y realizable como destacadas aplicaciones de fondos en el periodo analizado.
- El incremento progresivo en el volumen de ventas se ve acompañado de una menor eficiencia económica debido principalmente a un aumento del coste de ventas y al gasto de personal. Al poseer una estructura de gastos flexible con predominio de costes variables sobre los fijos resulta de mayor facilidad la introducción de medidas de restricción de gastos.
- La rentabilidad económica es muy superior al coste de la deuda indicando una alta productividad de los activos. Estrategia claramente identificable: elevada rotación y bajo margen, ajustar el precio y vender el máximo número de productos. La rentabilidad financiera es muy adecuada y la deuda ajena la favorece. Los inversores no tienen coste de oportunidad alguno por la elevada rentabilidad de los fondos propios.
- La gestión de los plazos de cobro y pago es muy adecuada. El ciclo de maduración se reduce comportando menores necesidades teóricas de financiación gracias a una mejora del plazo de almacenamiento de mercaderías, lo que indica una mayor rapidez en la venta del *stock* en las tiendas. Además, el plazo de cobro es corto debido a que la mayoría de las ventas son en efectivo, y se producen mucho antes del pago a proveedores. De este modo, el ciclo de caja resulta negativo gracias al plazo de pago concedido por los proveedores que reduce las necesidades reales de liquidez. La reducción progresiva del ciclo de caja resulta acorde con la Ley de morosidad y el fondo de maniobra varía favorablemente para atender un plazo de pago ligeramente más corto.

- La generación de riqueza se ha producido en todos los ejercicios económicos y mantiene una evolución al alza. La situación económico-financiera permite llevar a cabo una política de distribución de dividendos generosa con cargo a reservas que sin embargo no conlleva una reducción del patrimonio neto y que no perjudica a la solvencia de la empresa, por lo que favorece a los accionistas.
- Se trata de una empresa saneada sin problemas económico-financieros y que presenta una posición competitiva muy favorable, hecho que ha convertido a Decathlon en una empresa líder en cuanto a beneficios y cuota de mercado.

## *CAPÍTULO 6*

---

# *APLICACIÓN DEL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA*

## 6.1. Introducción al método de descuento de flujos de caja

En este capítulo se procede a aplicar el modelo de valoración más apropiado para una correcta estimación del valor de mercado de Decathlon España, S.A.U., el descuento de flujos de caja. Los métodos basados en flujos de fondos son los más utilizados en la actualidad por los profesionales de valoración puesto que se basa en la capacidad de la empresa de generar riqueza en los ejercicios económicos futuros utilizando los flujos de caja y no las magnitudes contables.

Recordemos que hay un componente importante de subjetividad en toda valoración, por ello, para realizar unas proyecciones financieras lo más ajustadas a la realidad posible, el buen conocimiento histórico sobre el sector, la empresa y el país en el que opera es fundamental para efectuar una valoración acertada.

Por esta razón, a lo largo del presente trabajo se ha recopilado información relevante y actual sobre el sector de la distribución minorista, la situación macroeconómica del país y pronósticos futuros, además del modelo de negocio y las políticas internas de la empresa objeto de valoración, así como un análisis de sus estados financieros sobre su estructura patrimonial, liquidez, endeudamiento, solvencia, política de inversión-financiación, gestión de su explotación y rentabilidad de sus activos y capitales propios.

En el capítulo 2 se describieron las etapas fundamentales del método de descuento de flujos de caja que ahora se llevan a cabo. Con el fin de obtener el valor de la empresa primero se procede a decidir el horizonte temporal más conveniente, posteriormente se calcula la tasa de descuento que resulta aplicable para la actualización de los flujos de caja futuros, se realizan las proyecciones financieras de cada uno de los componentes en base a justificaciones razonables y, por último, se estima el valor residual. También se propone un escenario optimista y pesimista que nos aporte un rango de valores de la empresa y nos ayude a decidir sobre el valor final.

Por último, cabe resaltar que se hace uso de recomendaciones que aportan expertos en la valoración de empresas para realizar los procedimientos del método de descuento de flujos de caja y las estimaciones sobre las proyecciones futuras en pos de aportar rigurosidad y objetividad a la valoración.

## 6.2. Horizonte temporal

“La duración ideal de las proyecciones es de diez años, puesto que este periodo es adecuado a efectos de tener en cuenta las fluctuaciones cíclicas de la mayor parte de los negocios” (Sanjurjo, M.; Reinoso, M., 2003).

La mayoría de los profesionales de la valoración de empresas realizan sus proyecciones con un periodo de diez años, esto es debido a que se considera suficiente como para que la valoración recoja los efectos de los ciclos económicos y la situación de la empresa y su capacidad para obtener fondos se estabilice con el tiempo. Nosotros haremos lo mismo.

Si escogiéramos un horizonte mayor añadiríamos riesgo a la valoración, puesto que no disponemos de datos suficientes sobre el pronóstico económico de España a tan largo plazo. Por otro lado, realizar proyecciones a sólo cinco años no es conveniente, puesto que es poco tiempo como para considerar que la empresa estabiliza su situación.

## 6.3. Determinación de la tasa de descuento aplicable

Este paso es clave en la obtención del valor de la empresa por el método de descuento de flujos de caja debido a que una tasa poco apropiada implicaría un desajuste muy significativo en el cálculo del valor actual de los flujos proyectados.

Tal y como se comenta en el capítulo 2, los flujos generados por los activos de la compañía deben ser descontados al coste promedio de los recursos que la empresa utiliza para financiar dichos activos. Dicha tasa lleva aparejada el coste de oportunidad de su financiación propia y ajena utilizada en sus recursos económicos para niveles idénticos de riesgo. Es por ello que se utiliza el Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC/WACC) para actualizar los flujos monetarios futuros al momento de la valoración.

Su fórmula es la siguiente:

$$k = k_d(1 - t) \frac{\text{Pasivo}}{\text{Activo}} + k_e \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Activo}}$$

Donde:

- K = Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC/WACC)
- $K_e$  = coste de la financiación propia
- $K_d$  = coste de la deuda ajena
- t = tasa impositiva

### 6.3.1. Estructura de capitales

Comenzaremos con un estudio de la política de financiación de la empresa objeto de valoración para averiguar los niveles de uso de deuda ajena y propia que utiliza para la financiación de sus activos.

La tabla 25 muestra las magnitudes contables principales que reflejan la evolución del porcentaje de deuda externa e interna utilizada por Decathlon en la etapa de crisis económica:

Tabla 25<sup>34</sup>: Estructura financiera de Decathlon España 2008-2015.

DECATHLON	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	Media
<i>D/E Ratio</i>	155,28%	136,04%	161,12%	164,77%	151,85%	147,65%	76,08%	86,86%	<b>134,96%</b>
<i>Equity Multiplier (A/E)</i>	255,28%	236,04%	261,12%	264,77%	251,85%	247,65%	176,08%	186,86%	<b>234,96%</b>
Fondos Propios	39,17%	42,37%	38,30%	37,77%	39,71%	40,38%	56,79%	53,52%	<b>42,56%</b>
Pasivo Total	60,83%	57,63%	61,70%	62,23%	60,29%	59,62%	43,21%	46,48%	<b>57,44%</b>

Fuente: SABI. Elaboración propia.

Por tanto, para el cálculo de la tasa de descuento tomaremos que Decathlon financia sus recursos económicos con un 42,56% de fondos propios y un 57,44% de deuda con terceros.

Con objeto de conocer el comportamiento de las empresas del sector realizamos una búsqueda del total de empresas que pertenecen a la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE) 4764 “Comercio al por menor de artículos deportivos en establecimientos especializados” y seleccionamos de las 1.748 empresas aquellas más similares en cuanto al volumen de ventas.

<sup>34</sup> Siendo A=Assets (Activo Total), D=Debt (Pasivo Total), E=Equity (Patrimonio Neto)

Las empresas contempladas son Sport Street, Sprinter, Forum Sport, Intersport, Sport Zone y Décimas. Si bien su nivel de facturación es mucho menor a Decathlon, son los competidores más directos de su negocio en el mercado español.

Tabla 26: Estructura financiera del sector distribución en España 2008-2014.

Sector España	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	Media
<i>D/E Ratio</i>	104,67%	114,57%	132,96%	181,82%	187,21%	227,17%	267,06%	<b>173,64%</b>
<i>Equity Multiplier (A/E)</i>	204,67%	214,57%	232,96%	281,82%	287,21%	327,17%	367,06%	<b>273,64%</b>
Fondos Propios	48,86%	46,60%	42,93%	35,48%	34,82%	30,56%	27,24%	<b>38,07%</b>
Pasivo Total	51,14%	53,40%	57,07%	64,52%	65,18%	69,44%	72,76%	<b>61,93%</b>

Fuente: SABI. Elaboración propia.

Se observa cómo el sector tiene un nivel de endeudamiento ligeramente superior a Decathlon España, apostando por la financiación ajena sobre los capitales propios. No obstante, las empresas no son directamente comparables puesto que su activo total e INCN son muy inferiores.

Por esa razón resulta conveniente contrastar la estructura financiera de Decathlon con la que presentan empresas de mayor volumen que operan en Europa. Para ello, se han obtenido valores de las 20 empresas pertenecientes al sector de la distribución al por menor y que cotizan en bolsa a partir del fichero anual que realiza DAMODARAN.

Tabla 27: Estructura financiera del sector en Europa 2012-2015.

Sector Europa	2015	2014	2013	2012	Media
<i>D/E Ratio</i>	112,26%	120,05%	85,15%	111,13%	<b>107,15%</b>
<i>Equity Multiplier (A/E)</i>	212,26%	220,05%	185,15%	211,13%	<b>207,15%</b>
Fondos Propios	47,11%	45,44%	54,01%	47,36%	<b>48,48%</b>
Pasivo Total	52,89%	54,56%	45,99%	52,64%	<b>51,52%</b>

Fuente: Damodaran. Archived data. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Elaboración propia.

A pesar que sólo se disponen de datos de los últimos cuatro años, se puede apreciar que estas empresas poseen una estructura financiera un mayor uso de los fondos propios que las del sector en España y que se acercan en mayor medida al equilibrio entre financiación propia y ajena.

Podemos concluir que las grandes empresas poseen una mayor autonomía financiera que las de menor tamaño, principalmente porque su capacidad de generar autofinanciación con su beneficio neto y la amortización de sus activos es mayor.

Decathlon parece situarse a mitad camino en cuanto a su política de financiación entre el sector europeo y el español. Por tanto, es importante tener en cuenta su estructura financiera para obtener la beta apalancada a utilizar en el cálculo de la tasa de descuento.

### 6.3.2. Coste de la deuda

El primer componente que compone la tasa de descuento aplicable a los flujos de caja es el coste de los recursos ajenos ( $k_d$ ). Como se ha comentado anteriormente, se trata del coste efectivo que tiene la deuda para la empresa.

En el capítulo de análisis de los estados financieros se emplea el ratio del coste de la deuda, que relaciona los gastos financieros abonados con las deudas con coste de la empresa. Esta es una forma de calcular el coste del endeudamiento. A fecha de valoración, de las cuentas anuales de 2015 se desprende un valor del **0,21%**, dato que se considera muy bajo.

Es habitual en el cálculo de la tasa de descuento en la valoración de empresas el uso de la Tasa Anual Equivalente (TAE) de los créditos concedidos a entidades no financieras con una duración de 5 años y con importes de hasta un millón de euros como coste real de los recursos ajenos. Según el Banco de España, el dato medio de 2015 es de 3,27%<sup>35</sup>.

Es destacable el uso creciente de financiación con entidades de crédito por Decathlon en el último ejercicio, hecho que se relaciona directamente con la fuerte inversión en inmovilizado material que ha realizado. Deducimos pues que la empresa recurre al crédito bancario para presentes y futuras inversiones en activo fijo, siendo más coherente el uso del dato del coste de endeudamiento externo como la TAE de nuevas operaciones, al corresponderse con un valor más ajustado a la realidad del mercado actual.

---

<sup>35</sup> <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/e0903.pdf>

Para determinar un tipo de interés representativo, se realiza el promedio de los últimos 5 años y se asume un coste del endeudamiento ( $k_d$ ) de **4,68%**.

Tabla 28: TAE créditos a sociedades no financieras hasta un millón de euros 2010-2015.

Año	TAE
2010	4,74%
2011	5,39%
2012	5,35%
2013	5,18%
2014	4,13%
2015	3,27%
<b>Promedio</b>	<b>4,68%</b>

Fuente: BDE. Elaboración propia.

En nuestra estimación del valor de mercado de la empresa objeto de valoración descartamos el valor obtenido de la información contable y emplearemos este último, puesto que resulta un valor más razonable que el obtenido a partir de los datos contables de la sociedad.

### 6.3.3. Coste de los recursos propios

Se trata del segundo componente de la ecuación del Coste Medio Ponderado de Capital, siendo el coste de los recursos propios ( $k_e$ ). Representa el coste de oportunidad de un potencial inversor, es decir, el mínimo de rentabilidad razonable que un inversor objetivo exigiría en base al nivel de riesgo que lleva aparejada la inversión en la empresa.

La fijación de este coste se realiza mediante la siguiente expresión:

$$k_e = \text{Tasa libre de riesgo} + \text{Prima de riesgo}$$

Para su determinación utilizamos el modelo de carteras de Markowitz, *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, ampliamente empleado en el cálculo del coste exigible por los accionistas.

Es un modelo esencialmente bursátil, frecuentemente utilizado en la economía financiera para determinar la tasa de rentabilidad de un activo  $E(R_i)$  tomando la sensibilidad del activo al riesgo sistemático o del mercado ( $\beta_i$ ), así como también la rentabilidad de un activo libre de riesgo ( $R_f$ ).

$$k_e = R_f + \beta P_M$$

A continuación se desarrolla el procedimiento seguido en cada elemento de la fórmula para la obtención del coste de los recursos propios:

### Tasa libre de riesgo

Corresponde al rendimiento de las inversiones en aquellos activos financieros cuyo retorno no tiene incertidumbre por no estar sujeto a las variabilidades del mercado. Se suele optar por la rentabilidad que ofrecen los instrumentos de deuda pública como las letras del tesoro o los bonos del Estado.

Nosotros tomaremos como tasa libre de riesgo el promedio de las obligaciones a 10 años del mercado de deuda pública español desde el año 1998 a la actualidad, según los datos publicados por el Banco de España.

Así pues, el valor utilizado como tasa libre de riesgo es **4,33%**, tal y como se observa en la tabla 29:

Tabla 29: Rentabilidad de las obligaciones a 10 años 1998-2015.

<i>Año</i>	<i>R<sub>f</sub></i>
1998	4,94%
1999	4,76%
2000	5,57%
2001	5,12%
2002	4,98%
2003	4,13%
2004	4,02%
2005	3,44%
2006	3,78%
2007	4,29%
2008	4,47%
2009	3,98%
2010	4,10%
2011	5,51%
2012	5,67%
2013	4,74%
2014	2,72%
2015	1,74%
<b>Promedio</b>	<b>4,33%</b>

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

## Rendimiento del mercado

Realizamos un promedio de la rentabilidad histórica obtenida por los inversores en el mercado de valores durante el periodo utilizado en la determinación de la tasa libre de riesgo. Se parte de los datos del Índice General de la Bolsa de Madrid en base 100 y se calculan las tasas de variación interanuales de los valores.

Por tanto, el valor que se corresponde con la rentabilidad histórica del mercado es 7,75%, dato que se puede apreciar en la tabla 30:

Tabla 30: Rentabilidad del mercado 1998-2015.

<i>IGBM</i>	<i>Base 100</i>	<i>R<sub>M</sub></i>
1998	867,8	37,19%
1999	1008,57	16,22%
2000	880,71	12,68%
2001	824,4	-6,39%
2002	633,99	3,10%
2003	807,98	27,44%
2004	959,06	18,70%
2005	1156,21	20,56%
2006	1554,93	34,49%
2007	1642,01	5,60%
2008	950,75	-22,10%
2009	1241,72	30,60%
2010	1003,73	-19,17%
2011	857,65	-14,55%
2012	824,7	-3,84%
2013	1011,98	22,71%
2014	1042,46	3,01%
2015	965,13	-7,42%
<b>Promedio</b>		<b>7,75%</b>

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

## Prima de riesgo

Este elemento cuantifica la volatilidad aparejada al rendimiento de una inversión por estar sujeta al riesgo del mercado. El término de la ecuación del modelo CAPM que expresa el riesgo sistemático no diversificable que posee un activo por estar sujeto a la variabilidad del mercado es la Beta ( $\beta_i$ ), conocida como coeficiente de riesgo.

De esta forma, una  $\beta$  con el valor de la unidad significa que la inversión tiene exactamente el mismo nivel de riesgo que el promedio del mercado, con lo que el coste de los recursos propios sería la tasa de rentabilidad del mercado bursátil. Asimismo, una  $\beta$  con valor mayor que 1 representa un activo que amplifica la variabilidad del mercado y si es menor que 1 su sensibilidad ante las variaciones del mercado es más reducida.

La  $\beta$  a utilizar debe ser apalancada ( $\beta_a$ ), es decir, que debe tener en cuenta el efecto de la estructura financiera de la empresa en el rendimiento de los activos, por ser diferente en nuestra empresa objetivo que el nivel de endeudamiento promedio de las empresas del sector, como se ha visto anteriormente. Por ello, se parte de la  $\beta$  desapalancada ( $\beta_d$ ) media de las 20 empresas europeas que pertenecen al sector de la distribución comercial minorista y que cotizan en el mercado bursátil publicada por Damodaran respecto a la fecha de valoración, cuyo valor es **0,68**.

Tabla 31: Empresas europeas cotizantes del sector distribución minorista 2015.

<i>Company Name</i>	<i>Exchange: Ticker</i>	<i>Industry Group</i>	<i>Country</i>
<i>Ermes Department Stores Plc (CSE:ERME)</i>	<i>CSE:ERME</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>Cyprus</i>
<i>Stockmann Oyj ABP (HLSE:STCBV)</i>	<i>HLSE:STCBV</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>Finland</i>
<i>Carrefour SA (ENXTPA:CA)</i>	<i>ENXTPA:CA</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>France</i>
<i>Finatis SA (ENXTPA:FNTS)</i>	<i>ENXTPA:FNTS</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>France</i>
<i>Ludwig Beck am Rathauseck - Textilhaus Feldmeier AG (DB:ECK)</i>	<i>DB:ECK</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>Germany</i>
<i>Metro AG (DB:MEO)</i>	<i>DB:MEO</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>Germany</i>
<i>Arcandor AG (DB:ARO)</i>	<i>DB:ARO</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>Germany</i>
<i>Hagar hf (ICSE:HAGA)</i>	<i>ICSE:HAGA</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>Iceland</i>
<i>Dmail Group (BIT:DMA)</i>	<i>BIT:DMA</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>Italy</i>
<i>B&amp;M European Value Retail S.A. (LSE:BME)</i>	<i>LSE:BME</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>Luxembourg</i>
<i>Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. (CATS:DIA)</i>	<i>CATS:DIA</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>Spain</i>
<i>Boyner Buyuk Magazacilik Anonim Sirketi (IBSE:BOYNR)</i>	<i>IBSE:BOYNR</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>Turkey</i>
<i>Ittifak Holding A.S. (IBSE:ITTFH)</i>	<i>IBSE:ITTFH</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>Turkey</i>
<i>Tesco Kipa Kitle Pazarlama Ticaret ve Gida Sanayi A.S. (IBSE:KIPA)</i>	<i>IBSE:KIPA</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>Turkey</i>
<i>Marks &amp; Spencer Group plc (LSE:MKS)</i>	<i>LSE:MKS</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>UK</i>

<i>Next Plc (LSE:NXT)</i>	<i>LSE:NXT</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>UK</i>
<i>Debenhams plc (LSE:DEB)</i>	<i>LSE:DEB</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>UK</i>
<i>Mothercare plc (LSE:MTC)</i>	<i>LSE:MTC</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>UK</i>
<i>Beale plc (LSE:BAE)</i>	<i>LSE:BAE</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>UK</i>
<i>Poundland Group plc (LSE:PLND)</i>	<i>LSE:PLND</i>	<i>Retail (General)</i>	<i>UK</i>

Fuente: Damodaran. Archived data. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

En caso de disponer únicamente de  $\beta$  apalancadas habría que desapalancar cada una a partir de la estructura financiera de cada empresa utilizada. Se divide cada valor por el ratio de deuda sobre fondos propios neto de impuestos para obtener la  $\beta$  desapalancada de cada empresa y se halla el promedio de los valores para obtener la  $\beta$  desapalancada del sector.

Tabla 32: Beta apalancada y desapalancada del sector 2015.

<i>Industry Name</i>	<i>Number of firms</i>	<i>Beta</i>	<i>Book Debt to Equity Ratio</i>	<i>Tax rate</i>	<i>Unlevered Beta</i>
<i>Retail (General)</i>	20	1,32	112,26%	15,61%	0,68

Fuente: Damodaran. Archived data. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Aplicando la siguiente fórmula calculamos la  $\beta$  apalancada de Decathlon:

$$\beta_a = \left[ 1 + (1 - t) \frac{D}{E} \right] \beta_u = [1 + (1 - 0,25) * 1,35] * 0,68 = \mathbf{1,37}$$

El tipo impositivo utilizado es el 25%, correspondiente a la tasa actual del impuesto de sociedades en España en el año 2015, tras la reforma fiscal.

Una vez obtenida la  $\beta$  apalancada se procede a calcular la prima de riesgo inherente a las inversiones de los accionistas en Decathlon y se añade la tasa libre de riesgo para calcular por fin la rentabilidad exigida por los accionistas ( $k_e$ ):

$$k_e = R_f + \beta(R_M - R_f) = 0,0433 + 1,37 * (0,0775 - 0,0433) = \mathbf{9,01\%}$$

### 6.3.4. Cálculo del Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC)

Finalmente se puede realizar el cálculo de la tasa de descuento a partir de los valores obtenidos del coste de los recursos propios y ajenos ponderados con la cantidad de financiación propia y ajena en base a la fórmula del CMPC:

$$k = 0,0468 * (1 - 0,25) * 0,57 + 0,0901 * 0,43 = \mathbf{5,88\%}$$

Tabla 33: Tasa de descuento.

$k$	$k_d$	$k_e$
<b>5,88%</b>	<b>4,68%</b>	<b>9,01%</b>

Fuente: Elaboración propia.

### 6.4. Determinación de los flujos de caja

La realización de las proyecciones financieras es la siguiente etapa del modelo de descuento de flujos de caja una vez determinada la tasa de descuento a aplicar.

Estas estimaciones tratan de predecir la tendencia y resultados futuros que tendrá el negocio o la empresa en base a su funcionamiento, el desarrollo de su estrategia empresarial y la evolución del entorno en el que opera. Asimismo, constituyen un indicador y cuantificador de la financiación requerida para alcanzar los resultados previstos, con lo que se trata de una herramienta de gestión empresarial para evaluar las distintas estrategias que plantee la dirección.

La elaboración de unas proyecciones financieras debe resultar de una serie de hipótesis realistas y coherentes sobre la evolución futura del negocio. Es necesario recordar que la valoración siempre cuenta con un componente de subjetividad importante, con el fin de realizar unas predicciones más ajustadas a la realidad deben realizarse de manera razonable.

Por ello a lo largo de este trabajo se ha ido recabando información útil del sector de distribución al por menor, las perspectivas macroeconómicas del país, la trayectoria de la empresa y su negocio, así como el estudio de sus estados financieros con el objeto de realizar unas proyecciones financieras que se fundamenten en toda esa información y sean más acertadas.

El procedimiento habitual consiste en predecir la evolución futura del volumen de ventas de la compañía durante el horizonte temporal escogido. Una vez proyectado el índice neto de la cifra de negocios se analiza el comportamiento de aquellas partidas cuya tendencia suele estar vinculada con las ventas, como los aprovisionamientos, los gastos de personal u otros ingresos o gastos de explotación.

El resto de variables como la dotación anual a la amortización, las inversiones en inmovilizado y los cambios en el capital circulante, si bien su comportamiento suele resultar coherente con las ventas su evolución se corresponde en mayor medida a las políticas internas de la empresa. Esta es la razón por la cual ha sido necesario el análisis en profundidad de las cuentas anuales de la empresa, para averiguar cómo se gestiona su ciclo de explotación, su política de inversión en activos y la procedencia de financiación.

En las siguientes páginas se realizan las estimaciones apropiadas y se exponen las hipótesis planteadas en base a datos históricos y reales que influyen en las proyecciones financieras.

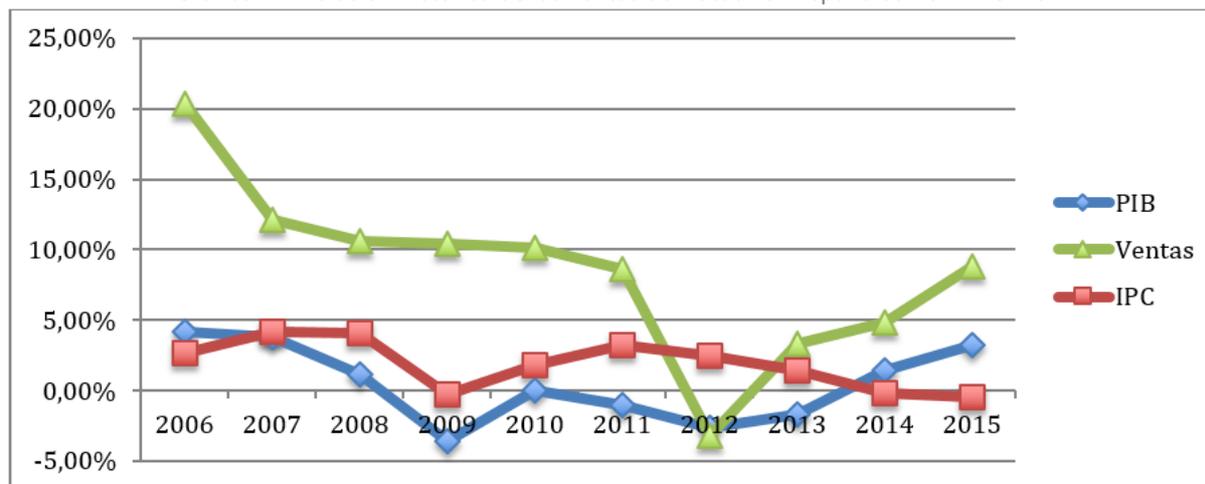
#### **6.4.1. Determinación de los cobros**

La proyección de las ventas es crítica en la valoración por el método de descuento de flujos de caja debido a que es la base sobre la cual se fundamentan otras variables e influye en gran medida en el valor de los flujos futuros y en la política empresarial a seguir para gestionar el negocio.

Puesto que nunca se puede afirmar que las cifras estimadas se cumplan con exactitud en el futuro, su proyección debe realizarse sobre expectativas e hipótesis prudentes y lógicas.

Una forma muy razonable y comúnmente utilizada para determinar la previsión de las ventas consiste en analizar el comportamiento de la cifra de negocios junto con la evolución histórica de variables macroeconómicas como el PIB o el IPC.

Gráfico 22: Relación histórica de las ventas de Decathlon España con el PIB e IPC.



Fuente: SABI, INE. Elaboración propia.

Se puede observar cómo el comportamiento de las ventas presenta una tendencia muy similar a la variación del Producto Interior Bruto de España, por tanto resulta coherente afirmar que la evolución de las ventas en años venideros se corresponderá con el crecimiento económico del país. Este no es el caso del Índice de Precios al Consumo, que históricamente tiene unas variaciones que no se corresponden con la tendencia de la cifra de ventas de Decathlon.

El Banco de España ha publicado unas previsiones de crecimiento del PIB para 2016, 2017 y 2018 de un 2,70%, 2,30% y 2,10%, respectivamente. Asimismo, el Fondo Monetario Internacional realizó unas estimaciones del PIB español que revelan una estabilización en torno al 1,80% para 2020 y años posteriores.

Del gráfico 22 se desprende que el crecimiento de las ventas se sitúa en una media de 5,0% de diferencia por encima del PIB en todos los años excepto en 2012, único año de decrecimiento de su cifra de ventas. Desde entonces ha experimentado una expansión de las mismas de un 3,0% en 2013, un 5,0% en 2014 y un 9,0% en 2015, con una media de 5,50% al alza, dato que concuerda con la evolución del PIB en los últimos años.

Tal y como se expone en el capítulo 3, se ha registrado un crecimiento en la población que practica deporte de un 9,2% en 2015 respecto a 2010, tanto en hombres como en mujeres. Lo que se corresponde con el aumento de conciencia social sobre la práctica deportiva y vida saludable en nuestra sociedad que viene ocurriendo en los últimos años. Ello aporta fundamento a nuestra

estimación del crecimiento de las ventas de Decathlon y explica la expansión que ha tenido la empresa en la última década.

Tabla 34: Evolución del PIB en Europa y EEUU, 1997-2020.

	Promedio									Proyecciones		
	1997-2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020
<b>PIB real</b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>
Estados Unidos	3,3	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,6	2,8	2,0
Zona del euro <sup>3</sup>	2,3	3,0	0,5	-4,6	2,0	1,6	-0,8	-0,3	0,9	1,5	1,6	1,6
Alemania	1,5	3,4	0,8	-5,6	3,9	3,7	0,6	0,4	1,6	1,5	1,6	1,3
Francia	2,4	2,4	0,2	-2,9	2,0	2,1	0,2	0,7	0,2	1,2	1,5	1,9
Italia	1,5	1,5	-1,0	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	-0,4	0,8	1,3	1,0
España	3,9	3,8	1,1	-3,6	0,0	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	3,1	2,5	1,8
Países Bajos	2,8	3,7	1,7	-3,8	1,4	1,7	-1,1	-0,5	1,0	1,8	1,9	2,1
Bélgica	2,4	3,0	1,0	-2,6	2,5	1,6	0,1	0,3	1,1	1,3	1,5	1,5
Austria	2,5	3,6	1,5	-3,8	1,9	2,8	0,8	0,3	0,4	0,8	1,6	1,1
Grecia	4,1	3,5	-0,4	-4,4	-5,4	-8,9	-6,6	-3,9	0,8	-2,3	-1,3	2,4

Fuente: Fondo Monetario Internacional. (2015). *Perspectivas de la Economía Mundial*.  
[www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/texts.pdf](http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/texts.pdf)

Por todo ello, estimamos una tendencia de crecimiento de las ventas de un 5,0% anual para los próximos tres años, tiempo razonable para la expansión y consolidación de la empresa en el mercado español. Posteriormente vinculamos en mayor medida la proyección de las ventas con las previsiones del PIB, pues resulta razonable la estabilización progresiva de su cifra de negocios, reflejada en incrementos del 3% en 2019 y 2020.

En los restantes cinco años del horizonte temporal creemos prudente mantener una variación anual positiva de un 2,5% dadas las estimaciones macroeconómicas del FMI y basándonos en que la cifra de ventas de la empresa ha superado históricamente al crecimiento del PIB. La siguiente tabla muestra nuestra previsión de las ventas durante el horizonte temporal:

Tabla 35: Proyección de las ventas en miles de euros.

Año	Ventas	Variación
2016	1.656.552	5%
2017	1.739.379	5%
2018	1.826.348	5%
2019	1.881.139	3%
2020	1.937.573	3%
2021	1.986.012	2,5%
2022	2.035.663	2,5%
2023	2.086.554	2,5%
2024	2.138.718	2,5%
2025	2.192.186	2,5%

Fuente: Elaboración propia.

### 6.4.2. Determinación de los pagos

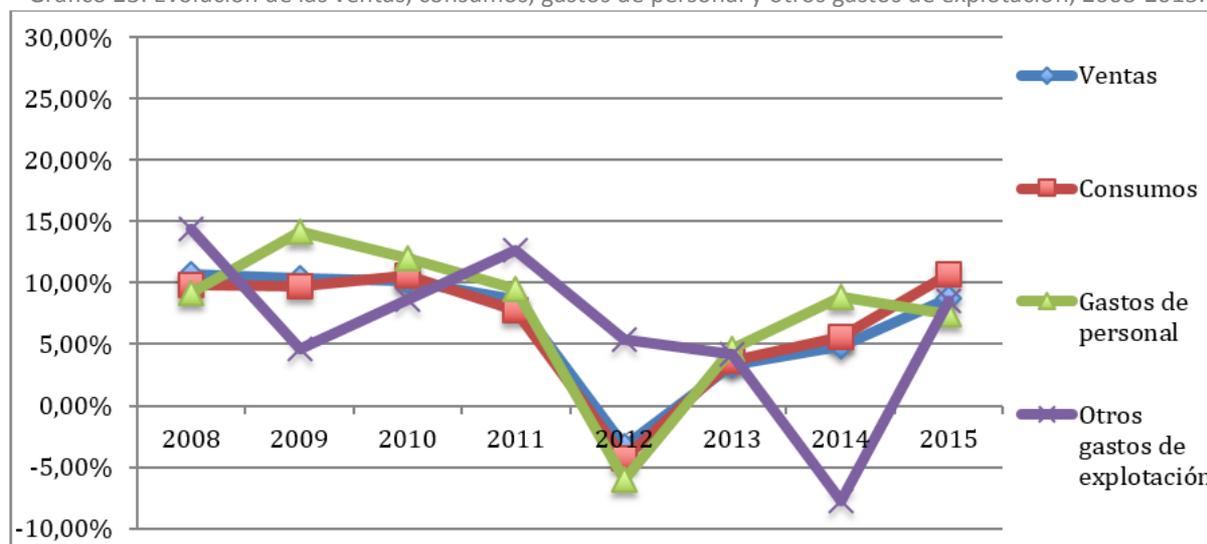
Al contrario de lo que ocurre con la línea de ventas, la dirección de la empresa puede ejercer mucho más control en las partidas de costes directos e indirectos para optimizar sus gastos de explotación y mejorar la proporción del resultado del ejercicio sobre los ingresos por ventas.

Tengamos en cuenta que la actividad de la empresa que aquí se valora es meramente comercial y no realiza fabricación y/o transformación en sus productos. Asimismo, en el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias en el capítulo anterior vemos que las partidas de gasto más relevantes son los aprovisionamientos (65% sobre ventas) y los gastos de personal (13% sobre ventas), por lo que la estructura de gastos es flexible por haber un predominio de los costes variables frente a los fijos o estructurales, permitiendo un mejor control sobre la eficiencia de la gestión económica.

Recordemos que se determina en el análisis de la rentabilidad económica un margen de ventas que permanece invariable en el periodo estudiado, un EBIT/BAII de un 10% sobre los ingresos de explotación. Por lo que resulta razonable determinar que dicho margen será constante en los próximos años.

Las proyecciones de los pagos de explotación suelen realizarse en función sobre la evolución de las ventas estimada para los años del horizonte temporal. Vamos a analizar si la trayectoria histórica de las diferentes partidas se corresponde con el crecimiento de la cifra de ventas en el periodo de crisis económica en España (2008-2015).

Gráfico 23: Evolución de las ventas, consumos, gastos de personal y otros gastos de explotación, 2008-2015.

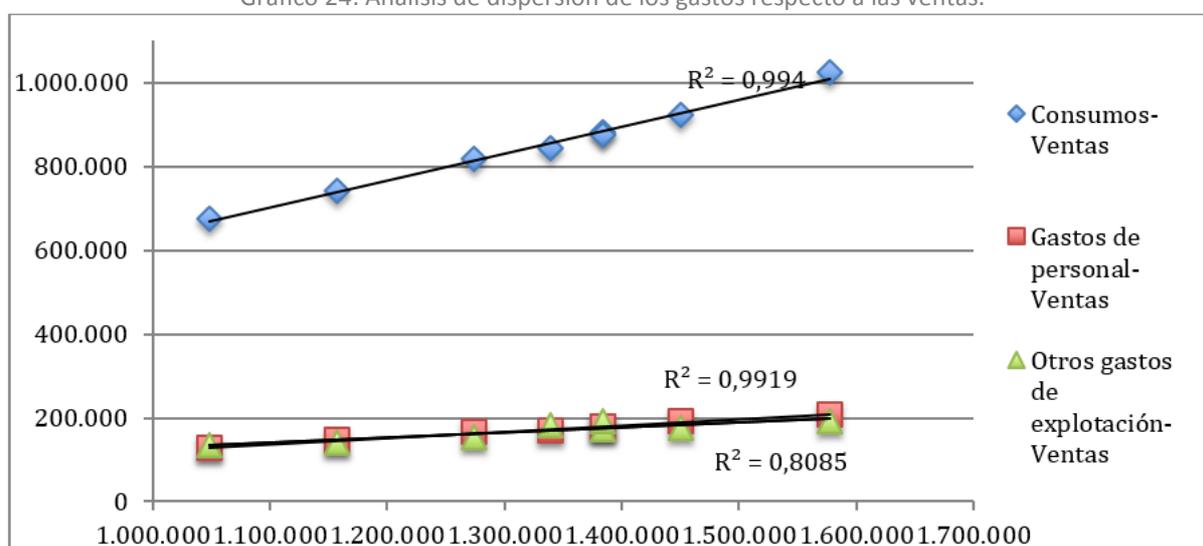


Fuente: SABI. Elaboración propia.

Se observa una relación de comportamiento muy similar de las partidas de consumos y gastos de personal con la evolución de las ventas en los últimos años. Sin embargo, esto no ocurre con la variación anual de otros gastos de explotación. A priori, resulta razonable asumir la proyección de los consumos y los gastos de personal en relación con las ventas.

Para fundamentar el gráfico anterior, es conveniente llevar a cabo un análisis de regresión lineal para obtener el coeficiente de determinación  $R^2$  de los consumos, gastos de personal y otros gastos de explotación sobre las ventas.

Gráfico 24: Análisis de dispersión de los gastos respecto a las ventas.



Fuente: Elaboración propia.

Del gráfico 24 se desprende un coeficiente de determinación  $R^2$  de los gastos de aprovisionamientos y personal razonablemente elevado como para vincular su proyección a las ventas. En cambio, esto no ocurre con la partida de otros gastos de explotación, presentando un valor del coeficiente que indica una relación baja en su evolución histórica con las ventas, por lo que hemos de encontrar otra forma de estimar su crecimiento.

Así pues, se considera una tendencia futura de crecimiento del coste de ventas y los gastos de personal completamente vinculada a las estimaciones realizadas con las ventas:

Tabla 36: Proyección de los consumos y los gastos de personal en miles de euros.

Año	Consumos	Variación	Gastos de personal	Variación
2016	-1.075.037	5%	-218.747	5%
2017	-1.128.789	5%	-229.684	5%
2018	-1.185.228	5%	-241.168	5%
2019	-1.220.785	3%	-248.403	3%
2020	-1.257.409	3%	-255.855	3%
2021	-1.288.844	2,5%	-262.252	2,5%
2022	-1.321.065	2,5%	-268.808	2,5%
2023	-1.354.091	2,5%	-275.528	2,5%
2024	-1.387.944	2,5%	-282.416	2,5%
2025	-1.422.642	2,5%	-289.477	2,5%

Fuente: Elaboración propia.

Por otro lado, puede resultar de utilidad observar la evolución anual de los otros ingresos y gastos de explotación con el fin de descubrir algún patrón de comportamiento que nos permita predecir la evolución futura de la partida para nuestro modelo financiero de flujos. Cabe destacar que sólo se dispone de los datos de los últimos cuatro años a partir de las cuentas anuales por no encontrar el desglose de esta partida en la base de datos SABI.

Tabla 37: Evolución de otros ingresos y gastos de explotación 2012-2015 en miles de euros.

	2015	2014	2013	2012	Media
Otros ingresos de explotación	17.842	19.702	19.895	21.780	19.805
Variación	-9,44%	-0,97%	-8,66%	-	-6,35%
Otros gastos de explotación	-183.701	-172.365	-177.089	-172.009	-176.291
Variación	6,58%	-2,67%	2,95%	-	2,29%
Total	-165.859	-152.663	-157.194	-150.229	-156.486
Variación	8,64%	-2,88%	4,64%	-	3,47%

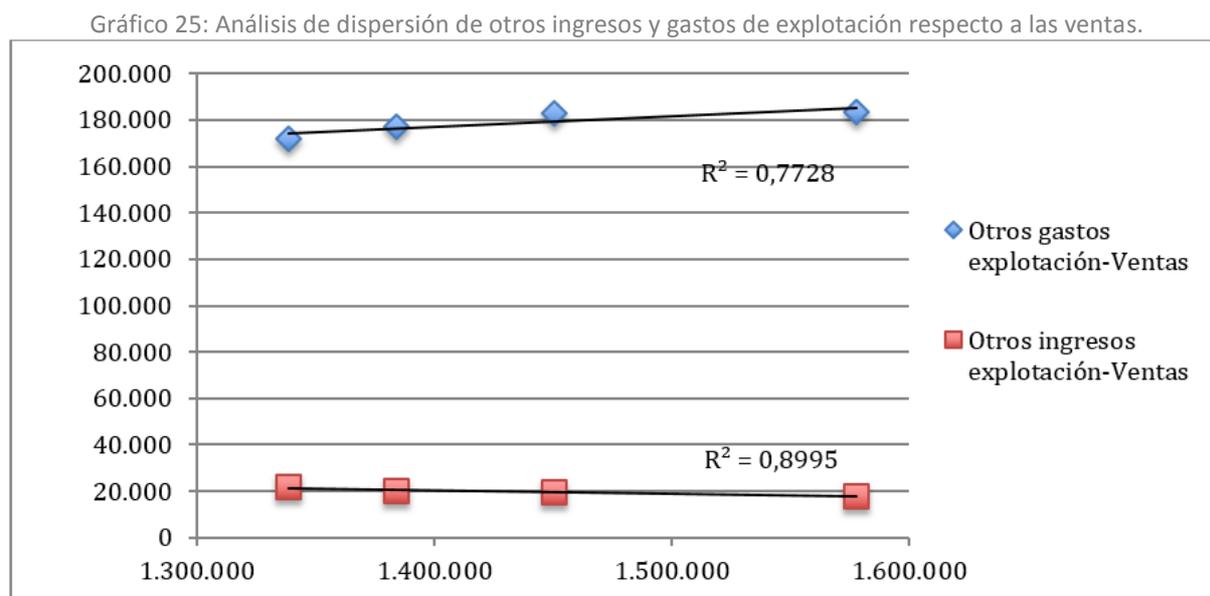
Fuente: Cuenta de pérdidas y ganancias de Decathlon (2012-2015). Elaboración propia.

Observamos en la tabla 37 una disminución gradual de los otros ingresos de explotación que parece mantenerse en los últimos años. Este montante corresponde a ingresos accesorios y otros de gestión corriente que incluye los devengados por arrendamientos, propiedad intelectual cedida, comisiones, servicios al personal u otros servicios prestados por la empresa; subvenciones de explotación y resultados positivos por enajenación de inmovilizado.

En cuanto a los otros gastos de explotación se incluyen los arrendamientos afectos a la explotación del negocio, suministros (agua, luz, teléfono...), reparaciones, mantenimiento y gasto en

publicidad durante el ejercicio. Se deduce que hay un crecimiento en estos gastos en los últimos ejercicios, si bien la variación anual es irregular en el último ejercicio ha sido del 8,64% en coherencia con la fuerte inversión en activos fijos y la apertura de tiendas.

El gráfico 25 muestra un análisis de dispersión de ambas partidas con las ventas para comprobar si los otros ingresos/gastos de explotación pudiesen estar relacionados por separado.



Fuente: Elaboración propia.

Afirmamos pues que el valor del coeficiente de determinación  $R^2$  es demasiado bajo como para vincular la evolución de estas partidas con las ventas. Vamos a realizar otras hipótesis para determinar el crecimiento del total de otros gastos de explotación en el modelo de proyecciones financieras.

Dado que no poseemos información procedente de dentro de la empresa respecto a esta partida de gastos debemos plantear un caso hipotético para predecir la evolución de estos gastos. Asimismo, puede ocurrir que la empresa tenga o adquiera algunos establecimientos comerciales mediante alquileres y no con la compra de terrenos y construcción de naves. No obstante, teniendo en cuenta una fase de crecimiento y consolidación en España, cobra sentido asumir que la empresa opta por la inversión en activos fijos con vistas a una presencia en el mercado a largo plazo.

Resulta razonable asumir que los pagos de explotación correspondientes con los costes fijos aumentarán en el tiempo acompañando el crecimiento de las ventas y la apertura, reparación y mantenimiento de las tiendas. Además es cierto que la empresa puede ejercer un mayor control sobre estos costes para optimizar la eficiencia de la gestión de su explotación, por lo que es razonable emitir un juicio sobre un crecimiento que cae progresivamente a medida que la entidad va controlando mejor la optimización de estos gastos.

Por ello, realizamos una proyección de la partida de otros gastos de explotación donde se parte de un crecimiento del 8,0% en el próximo año, en línea con la fase de crecimiento de la empresa, y una disminución del 1,5% gradual en los años siguientes asumiendo una política interna de control de costes de explotación. Dicha variación se estabiliza finalmente en un 3,0% anual, en coherencia con la evolución de las ventas e inversión en activos fijos.

Tabla 38: Proyección de otros gastos de explotación en miles de euros.

Año	Otros gastos de explotación	Variación
2016	-206.796	8%
2017	-220.238	6,5%
2018	-231.250	5%
2019	-239.344	3,5%
2020	-244.131	2%
2021	-249.013	2%
2022	-253.994	2%
2023	-259.074	2%
2024	-264.255	2%
2025	-269.540	2%

Fuente: Elaboración propia.

### 6.4.3. Amortizaciones

Para la previsión de las dotaciones a la amortización de los próximos años es necesario considerar inversiones futuras en activos fijos que suponen una mayor cuantía de amortización anual y prever el inmovilizado con una menor vida útil que terminará de amortizarse con la consecuente reducción del montante de dicho gasto.

Así pues, resulta difícil realizar una estimación acertada, pues no disponemos de una relación de inmovilizado con el porcentaje de amortización histórico que aplicaba la compañía a cada uno de sus elementos que forman el inmovilizado intangible y material.

La tabla 39 muestra las cuantías de amortización anual, deterioro de valor y el activo no corriente, así como los valores del ratio que relaciona la dotación anual con el inmovilizado sin considerar el deterioro, durante el periodo estudiado en el análisis de las cuentas anuales.

Tabla 39: Gastos de amortización y deterioro 2012-2015 en miles de euros.

	2015	2014	2013	2012
Amortización anual	-25.063	-24.589	-25.107	-24.681
Deterioro	-557	825	-9.052	-8.666
Total	-25.619	-23.764	-34.159	-33.347
Inmovilizado	371.511	309.807	312.439	329.987
Ratio	6,75%	7,94%	8,04%	7,48%

Fuente: Balance de Decathlon 2012-2015. Elaboración propia.

Se observa como el porcentaje oscila alrededor del 7,5%. Es destacable la disminución del gasto por deterioro de valor, por lo que podríamos estimar una evolución de la dotación a la amortización similar a los dos últimos ejercicios. Asimismo, debemos tener en cuenta que se han realizado importantes inversiones en inmovilizado por valor de 61 millones de euros en el último ejercicio y, sin embargo la cuantía destinada a la amortización no se ha incrementado en la misma medida, por lo que si asumimos una política de expansión de la empresa en los próximos ejercicios resulta más coherente utilizar el último valor.

Es razonable vincular el gasto de amortización con la partida del inmovilizado y las futuras inversiones en activos fijos que realizará la empresa en años venideros. Por tanto, suponemos que dicho valor se mantendrá en torno al 7,0% de la cuantía total de activo no corriente durante el horizonte temporal.

Tabla 40: Proyección de la dotación anual a la amortización 2016-2025 en miles de euros.

Año	Amortización
2016	29.506
2017	32.656
2018	34.756
2019	36.506
2020	37.906
2021	39.306
2022	40.706
2023	42.106
2024	43.506
2025	44.906

Fuente: Elaboración propia.

#### 6.4.4. Cambios en el capital circulante

En el análisis del fondo de maniobra del capítulo anterior se determina que la empresa funciona adecuadamente con un capital circulante negativo dado el número de días del ciclo de caja por un plazo de pago a proveedores mayor al ciclo de maduración, lo que le permite financiarse por los proveedores un mes antes de efectuar el pago de las mercancías.

A pesar de ello, en los años 2008 y 2009 la empresa funcionó un fondo de maniobra positivo que se tornó negativo en los siguientes tres años, coincidiendo con un descenso gradual de su cifra de ventas. Posteriormente a 2012, la compañía ha ido incrementando su capital circulante hasta la actualidad. Suponemos que los proveedores han exigido un menor plazo de pago a la empresa y por ello se ha reducido la deuda con proveedores.

Por otro lado, se ha estimado un crecimiento en las ventas durante el horizonte temporal, en mayor cuantía durante los primeros tres años. Si tomamos la proyección de los ingresos junto con la evolución del fondo de maniobra en los últimos años es razonable predecir un aumento de las necesidades operativas de fondos y, por tanto, un incremento progresivo del fondo de maniobra.

Por ello, estimamos un incremento del capital circulante de 15.000 miles de euros durante los primeros tres años por el crecimiento significativo de sus ventas y un descenso hacia los 10.000 miles de euros los siguientes dos años. En los restantes años del horizonte temporal se estima un menor incremento de las necesidades operativas de fondos por una estabilización de las ventas en

torno al 2,0%, con un aumento del capital circulante de 5.000 miles de euros anuales hasta que el fondo de maniobra negativo tienda a 0.

#### 6.4.5. Inversiones en activo fijo

En el modelo de proyecciones financieras que aquí se trata de construir para la determinación de los flujos de caja libres futuros se tiene en cuenta la totalidad de las inversiones que hará la empresa en activos fijos, es decir, contempla el inmovilizado intangible, inmovilizado material, inversiones inmobiliarias e inversiones financieras.

La tabla 41 muestra las distintas partidas de activo no corriente en el balance de situación del periodo de 2012 a 2015, estudiado en el análisis económico-financiero:

Tabla 41: Desglose del activo no corriente 2012-2015 en miles de euros.

	2015	2014	2013	2012
Inmovilizado intangible	16	5	12	24
Inmovilizado material	356.328	292.890	295.509	320.583
Inversiones inmobiliarias	4.936	7.304	7.244	0
Inversiones en empresas del grupo	62	62	62	712
Inversiones financieras	10.169	9.546	9.612	8.667
<b>Total</b>	<b>371.511</b>	<b>309.807</b>	<b>312.439</b>	<b>329.987</b>

Fuente: Balance de situación de Decathlon 2012-2015. Elaboración propia.

Se observa una reducción en las inversiones ajenas a la actividad de distribución comercial, excepto por las inversiones financieras que han aumentado ligeramente. La disminución en inmovilizado material e intangible durante los ejercicios 2013 y 2014 han revertido en el último ejercicio económico, debido principalmente a la fase de crecimiento en la cifra de negocios de la empresa y a la política de expansión y consolidación de su presencia en el mercado español.

Decathlon está realizando inversiones significativas en terrenos y construcciones, instalaciones técnicas e inmovilizado en curso, según la información financiera de su balance de situación de 2015. Ello queda corroborado con la apertura de 14 nuevos establecimientos entre los meses de abril y diciembre de 2016.

Por ello, es razonable estimar que la empresa seguirá invirtiendo en activos fijos durante los próximos años, si bien en una menor cuantía a medida que sitúe nuevas tiendas por todas las provincias de España. Determinar de forma exacta la cuantía de inversión en inmovilizado para los próximos años resulta difícil, ya que no se dispone de información sobre el valor de abrir una nueva tienda, el terreno y la instalación u obras.

La proyección sobre inversiones en activos fijos debe cubrir también las probables reformas que se lleve a cabo en tiendas más antiguas por obsolescencia o renovación por mejora de las instalaciones para ofrecer una mejor experiencia de compra.

Por ejemplo, la empresa de distribución de alimentación Mercadona publica en su informe anual del ejercicio económico de 2015<sup>36</sup> destinar 651.000 miles de euros a la construcción de 60 tiendas y reforma de 30 restantes.

Por ello, asumimos una partida de 50.000 miles de euros en el primer año siguiente a la valoración y una disminución de 5.000 miles de euros anuales a medida que se realizan nuevas aperturas y crece la cifra de ventas. Para el ejercicio de 2020 y posteriores fijamos la inversión en activos fijos en 20.000 miles de euros teniendo en cuenta un menor crecimiento en las ventas según nuestras predicciones y la necesidad de realizar reformas en tiendas.

## 6.5. Escenario realista

Una vez establecidas las proyecciones financieras, las razones y las hipótesis sobre las cuales se basan nuestras estimaciones se construye el modelo financiero del horizonte temporal y se realiza el cálculo del valor actual de los flujos de caja descontados a fecha de valoración.

Las proyecciones financieras efectuadas en escenario realista corresponden a una evolución futura razonable atendiendo al conocimiento recopilado sobre el sector, situación económica del país y un pronóstico fiable, modelo de negocio y políticas de gestión de la empresa.

En las tablas 42 y 43 se muestran las estimaciones futuras de cada componente de los flujos de caja libres en base a los criterios y procedimientos anteriormente descritos:

---

<sup>36</sup> <http://descargas.mercadona.com/memorias2015/CAST/Memoria15.pdf>

Tabla 42: Proyección de los flujos de caja libres 2016-2020 en miles de euros.

Estimaciones	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	1.656.552	1.739.379	1.826.348	1.881.139	1.937.573
Consumos	-1.075.037	-1.128.789	-1.185.228	-1.220.785	-1.257.409
Gastos de personal	-218.747	-229.684	-241.168	-248.403	-255.855
Otros gastos explotación	-206.796	-220.238	-231.250	-239.344	-244.131
Amortización	-29.506	-32.656	-34.756	-36.506	-37.906
EBIT	126.466	128.013	133.946	136.101	142.273
Impuestos	-31.617	-32.003	-33.487	-34.025	-35.568
FCF operativo	124.355	128.665	135.215	138.582	144.610
Cambios en el capital circulante	15.000	15.000	15.000	10.000	10.000
Inversiones en inmovilizado	50.000	45.000	30.000	25.000	20.000
FCF de capital	-65.000	-60.000	-45.000	-35.000	-30.000
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>59.355</b>	<b>68.665</b>	<b>90.215</b>	<b>103.582</b>	<b>114.610</b>

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 43: Proyección de los flujos de caja libres de 2021-2025 en miles de euros.

Estimaciones	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas	1.986.012	2.035.663	2.086.554	2.138.718	2.192.186
Consumos	-1.288.844	-1.321.065	-1.354.091	-1.387.944	-1.422.642
Gastos de personal	-262.252	-268.808	-275.528	-282.416	-289.477
Otros gastos explotación	-249.013	-253.994	-259.074	-264.255	-269.540
Amortización	-39.306	-40.706	-42.106	-43.506	-44.906
EBIT	146.598	151.090	155.755	160.597	165.621
Impuestos	-36.649	-37.773	-38.939	-40.149	-41.405
FCF operativo	149.254	154.024	158.922	163.954	169.122
Cambios en el capital circulante	5.000	0	0	0	0
Inversiones en inmovilizado	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
FCF de capital	-25.000	-20.000	-20.000	-20.000	-20.000
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>124.254</b>	<b>134.024</b>	<b>138.922</b>	<b>143.954</b>	<b>149.122</b>

Fuente: Elaboración propia.

Así pues, procedemos a calcular el valor actual neto (VAN) de los flujos de caja libres con la tasa de descuento aplicable de 5,88%. La suma de los flujos estimados en el horizonte temporal actualizados a fecha de valoración 31/12/2015 asciende a **798.148.815 euros**.

Asimismo, vamos a plantear dos posibles escenarios que implican circunstancias futuras diferentes a las anteriormente planteadas que causarían alteraciones en las proyecciones de flujos y darían lugar a un valor de la empresa diferente del obtenido en el escenario realista.

## 6.6. Escenario optimista

Supongamos que la situación económica del país a largo plazo presenta un crecimiento mayor del esperado y a partir de 2018 el consumo privado de la población española alcanza niveles mayores. En ese caso sería concebible un crecimiento en su volumen de ventas de un 7,0% durante el resto de años del horizonte temporal, una vez expandida la presencia de la compañía en el mercado nacional con una cuota de mercado más elevada.

En esta situación planteamos un crecimiento de otros gastos de explotación en torno al 5,0% a partir de 2018 en línea con la apertura de nuevas tiendas para atender el incremento en las ventas. Las necesidades operativas de fondos se mantendrían en 15.000 miles de euros hasta 2022 e irían reduciéndose en 5.000 miles de euros anuales. En cuanto a la inversión en activos fijos, ésta sería de 30.000 miles de euros desde 2018 y en años posteriores. Las proyecciones financieras del escenario optimista se presentan en las tablas 44 y 45:

Tabla 44: Proyecciones financieras en escenario optimista 2016-2020 en miles de euros.

Estimaciones	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	1.656.552	1.739.379	1.826.348	1.954.193	2.090.986
Consumos	-1.075.037	-1.128.789	-1.185.228	-1.268.194	-1.356.968
Gastos de personal	-218.747	-229.684	-241.168	-258.050	-276.113
Otros gastos explotación	-206.796	-221.272	-234.549	-246.276	-258.590
Amortización	-29.506	-32.656	-34.756	-36.856	-38.956
EBIT	126.466	126.979	130.648	144.817	160.360
Impuestos	-31.617	-31.745	-32.662	-36.204	-40.090
FCF operativo	124.355	127.890	132.742	145.469	159.226
Cambios en el capital circulante	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
Inversiones en inmovilizado	50.000	45.000	30.000	30.000	30.000
FCF de capital	-65.000	-60.000	-45.000	-45.000	-45.000
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>59.355</b>	<b>67.890</b>	<b>87.742</b>	<b>100.469</b>	<b>114.226</b>

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 45: Proyecciones financieras en escenario optimista 2021-2025 en miles de euros.

Estimaciones	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas	2.237.355	2.393.970	2.561.548	2.740.857	2.932.717
Consumos	-1.451.955	-1.553.592	-1.662.344	-1.778.708	-1.903.217
Gastos de personal	-295.441	-316.122	-338.251	-361.928	-387.263
Otros gastos explotación	-271.519	-285.095	-299.350	-314.317	-330.033
Amortización	-41.056	-43.156	-45.256	-47.356	-49.456
EBIT	177.384	196.005	216.348	238.547	262.747
Impuestos	-44.346	-49.001	-54.087	-59.637	-65.687
FCF operativo	174.093	190.159	207.517	226.266	246.516
Cambios en el capital circulante	15.000	15.000	10.000	5.000	0
Inversiones en inmovilizado	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000
FCF de capital	-45.000	-45.000	-40.000	-35.000	-30.000
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>129.093</b>	<b>145.159</b>	<b>167.517</b>	<b>191.266</b>	<b>216.516</b>

Fuente: Elaboración propia.

De igual modo, se procede a calcular el VAN de los flujos de caja libres esperados durante el horizonte temporal en el escenario optimista con la misma tasa de descuento empleada anteriormente. En este caso la cuantía asciende a **887.962.514 euros**.

## 6.7. Escenario pesimista

Las proyecciones financieras para este escenario se realizan de manera similar al optimista, pero suponiendo un descenso en el crecimiento de la cifra de ventas de la empresa atendiendo a una recuperación de la crisis económica más lenta, donde el consumo privado no eleva los ingresos de la empresa y su fase de expansión de los pasados dos años comienza a ralentizarse a partir de 2018 con un incremento en sus ventas de un 2,0% hasta 2020 y del 1,0% en los años siguientes.

Por lo que respecta a la partida de otros gastos de explotación, estimamos un comportamiento similar al escenario realista, ya que supone que la empresa va encaminada hacia la optimización de sus gasto en suministros, mantenimiento y reparaciones, además de un presupuesto que debe destinar a la publicidad especialmente cuando sus ventas se han reducido.

Atendiendo a los cambios en el capital corriente, predecimos unas necesidades operativas de fondos de 5.000 miles de euros desde 2018 en adelante hasta 2024, puesto que un menor incremento en las ventas reduce la cantidad de activos corrientes necesaria para el buen funcionamiento de la empresa y la cantidad estimada alcanza un fondo de maniobra positivo al final del horizonte temporal.

Finalmente, el menor crecimiento en la cifra de ventas implica un descenso en la apertura de tiendas y unas inversiones en activos fijos menores. Por ello, es coherente estimar una cuantía destinada de 10.000 miles de euros anuales entre 2018 y 2020, además de 5.000 miles de euros para años posteriores debido a la necesidad de renovación de instalaciones por gasto u obsolescencia.

Tabla 46: Proyecciones financieras en escenario pesimista 2016-2020 en miles de euros.

Estimaciones	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	1.656.552	1.739.379	1.774.167	1.809.650	1.845.843
Consumos	-1.075.037	-1.128.789	-1.151.364	-1.174.392	-1.197.880
Gastos de personal	-218.747	-229.684	-234.278	-238.963	-243.742
Otros gastos explotación	-206.796	-220.238	-231.250	-239.344	-244.131
Amortización	-29.506	-32.656	-33.356	-34.056	-34.756
EBIT	126.466	128.013	123.919	122.896	125.335
Impuestos	-31.617	-32.003	-30.980	-30.724	-31.334
FCF operativo	124.355	128.665	126.295	126.228	128.757
Cambios en el capital circulante	15.000	15.000	5.000	5.000	5.000
Inversiones en inmovilizado	50.000	45.000	10.000	10.000	10.000
FCF de capital	-65.000	-60.000	-15.000	-15.000	-15.000
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>59.355</b>	<b>68.665</b>	<b>111.295</b>	<b>111.228</b>	<b>113.757</b>

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 47: Proyecciones financieras en escenario pesimista 2021-2025 en miles de euros.

Estimaciones	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas	1.864.302	1.882.945	1.901.774	1.920.792	1.940.000
Consumos	-1.215.848	-1.234.085	-1.252.597	-1.271.386	-1.290.457
Gastos de personal	-247.399	-251.110	-254.876	-258.699	-262.580
Otros gastos explotación	-249.013	-253.994	-259.074	-264.255	-269.540
Amortización	-35.106	-35.456	-35.806	-36.156	-36.506
EBIT	116.936	108.300	99.422	90.296	80.918
Impuestos	-29.234	-27.075	-24.856	-22.574	-20.229
FCF operativo	122.808	116.681	110.372	103.878	97.194
Cambios en el capital circulante	5.000	5.000	5.000	5.000	0
Inversiones en inmovilizado	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
FCF de capital	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	-5.000
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>112.808</b>	<b>106.681</b>	<b>100.372</b>	<b>93.878</b>	<b>92.194</b>

Fuente: Elaboración propia.

El VAN de los flujos de caja libre estimados en el escenario pesimista durante los años del horizonte temporal actualizados con la tasa de descuento anterior corresponde a **708.396.647 euros**.

## 6.8. Valor residual

La última etapa de la valoración por el método de descuento de flujos de caja es la estimación del valor residual de la empresa, que se corresponde con el montante al que asciende los flujos de caja para todos los años de duración del negocio posteriores al período del horizonte temporal.

Existen distintas teorías sobre el método más apropiado para determinar el valor residual, como emplear el valor patrimonial de la empresa, el valor de liquidación en caso de que el negocio no continúe su vida útil posteriormente, considerar los flujos como una renta perpetua, la capitalización de los beneficios o estimarlo con un múltiplo del EBITDA de una empresa comparable. No obstante, siempre será necesario descontar el valor residual a fecha de la valoración con la misma tasa de descuento aplicada a los flujos del periodo proyectado.

Aquí se opta por estimar el valor residual considerando los flujos de caja libres futuros como una renta perpetua empleando la fórmula matemática del conocido modelo de Gordon sobre el crecimiento, que ya comentamos en el capítulo 2:

$$Vr_n = \frac{FC_n(1+g)}{(k-g)(1+k)^n}$$

donde:

- $Vr_n$  = valor residual de la empresa
- $FC_n$  = flujo generado por la empresa
- $k$  = tasa de descuento apropiada según el riesgo de los fondos
- $g$  = tasa de crecimiento constante de los flujos
- $n$  = número de años del periodo proyectado

La tasa de crecimiento a perpetuidad debe reflejar un crecimiento moderado de la economía del país o del IPC. Puesto que las previsiones del FMI para 2020 sobre la evolución del PIB en España es del 1,80% y el último año del horizonte temporal es cinco años después, se considera conveniente emplear un valor de **1,0%** para la estimación del valor residual para ser prudentes.

Es habitual que el valor residual represente un porcentaje importante del valor final estimado en el método de descuento de flujos, pudiendo ser superior al 50%, especialmente cuanto menor sea la tasa de descuento o mayor sea la tasa de crecimiento.

A continuación se calcula el valor residual para los diferentes escenarios empleando la tasa de descuento de **5,88%** y una tasa de crecimiento constante de **1,0%**.

a) Escenario realista

$$Vr = \frac{149.122.599(1+0,01)}{(0,0588-0,01)(1+0,0588)^{10}} = \mathbf{1.743.021.640 \text{ euros}}$$

b) Escenario optimista

$$Vr = \frac{216.515.764(1+0,01)}{(0,0588-0,01)(1+0,0588)^{10}} = \mathbf{2.530.764.578 \text{ euros}}$$

c) Escenario pesimista

$$Vr = \frac{92.194.076(1 + 0,01)}{(0,0588 - 0,01)} = \mathbf{1.077.619.008 \text{ euros}}$$

## 6.9. Resultado

A partir de los datos obtenidos anteriormente podemos hallar el valor de mercado de la sociedad Decathlon España S.A.U. como la suma del valor actual de los flujos de caja del periodo comprendido en el horizonte temporal y el valor residual de la empresa.

Tabla 48: Valor de mercado de Decathlon España S.A.U. en euros.

	Escenario realista	Escenario optimista	Escenario pesimista
FCF descontados	798.148.815	887.962.514	708.396.647
Valor residual	1.743.021.640	2.530.764.578	1.077.619.008
<b>Valor de mercado</b>	<b>2.541.170.453</b>	<b>3.418.727.090</b>	<b>1.786.015.654</b>

Fuente: Elaboración propia.

Por tanto, a partir de nuestras estimaciones, el valor de mercado de la empresa queda comprendido en un intervalo entre 1.786.015.654 euros y 3.418.727.090 euros en función de las circunstancias planteadas en los diferentes escenarios.

Es necesario destacar que, debido a la incertidumbre sobre la explotación de una empresa perteneciente al sector de la distribución minorista, los flujos de caja que aquí se estiman para diferentes escenarios, pueden estar sujetos a variaciones en función de la situación económica del país, el sector y los cambios en las políticas de dirección y gestión internas de la empresa.

Finalmente, se escoge como valor de mercado de la empresa objeto de valoración el obtenido mediante el escenario realista por considerar que se ajusta más a la realidad y que lleva aparejado una probabilidad más alta de que ocurran los acontecimientos previstos en sus proyecciones financieras que en los restantes escenarios.

Finalmente, se determina que el valor de mercado más probable de la sociedad Decathlon España S.A.U. asciende a un total de:

Ilustración 6: Valor de mercado de Decathlon España S.A.U.

**2.541.170.453 euros** (*Dos mil quinientos cuarenta y un millones ciento setenta mil cuatrocientos cincuenta y tres euros*)

Fuente: Elaboración propia.

## 6.10. Hipótesis y consideraciones

- ✓ La fecha de valoración es la misma a la que se refieren las cuentas anuales, 31/12/2015.
- ✓ La unidad monetaria utilizada para la presente valoración es el euro.
- ✓ La información financiera contenida en las cuentas anuales de la empresa se admite como válida y fiable para fundamentar las estimaciones futuras y se considera representativa de las políticas de gestión de la entidad.
- ✓ La beta desapalancada del sector utilizada en la determinación del coste de los recursos propios se extrae de las estimaciones de betas por industria en Europa de Aswath Damodaran a fecha de valoración.
- ✓ En relación al modelo CAPM, a través de la teoría de carteras de Markowitz se ha asumido que los inversores diversifican sus inversiones en el proceso de selección de una cartera de inversión.
- ✓ El coste medio ponderado de capital se asume como el método más adecuado y representativo de la tasa de descuento aplicable a los flujos de caja libres futuros para la determinación del valor de mercado de la empresa.

- ✓ La tasa de descuento obtenida está expresada en términos nominales, es decir, lleva incorporada la inflación, ya que la deuda del Estado que se ha empleado en la definición de la tasa libre de riesgo también la incorpora.
- ✓ Se admiten como válidas todas las proyecciones de cobros y pagos de explotación basadas en la evolución histórica y predicción del Producto Interior Bruto de España por el Banco de España y el Fondo Monetario Internacional.
- ✓ Se ha considerado un tipo de gravamen por impuesto de sociedades del 25% por su fijación como tipo de gravamen general para el ejercicio de 2015 y se asume que no varía en los próximos años, quedando la proporción sobre el EBIT constante.
- ✓ Se considera que la política de expansión del negocio en España con la apertura de nuevas tiendas se realiza adquiriendo inmovilizado, tal y como reflejan sus cuentas anuales, y no a través del alquiler de establecimientos.
- ✓ Se asume que la explotación de la sociedad continuará en el tiempo. El valor terminal estimado mediante la fórmula de Gordon implica que se mantienen las condiciones de viabilidad del negocio a largo plazo.
- ✓ Se considera como tasa de crecimiento constante esperado la predicción del Fondo Monetario Internacional sobre el crecimiento del Producto Interior Bruto en España reducido para situarlo en torno al 1,0% por aplicación del principio de prudencia.
- ✓ Se asume que el valor razonable de la sociedad Decathlon España S.A.U. es igual al valor de mercado de la sociedad, por considerarse el mercado como activo y fiable, según las normas del Plan General de Contabilidad 2007.

*CAPÍTULO 7*

---

*CONCLUSIONES*

Este capítulo constituye una síntesis del trabajo donde se recogen las conclusiones más relevantes que se han alcanzado en la realización del Trabajo Fin de Grado. Tras el estudio sobre el modelo de negocio y funcionamiento interno de la empresa objeto de valoración, el análisis del sector de la distribución minorista, el análisis económico-financiero a partir de las cuentas anuales auditadas y la valoración de la empresa se procede a exponer las siguientes conclusiones:

En primer lugar, el sector del comercio al por menor se encuentra en una fase de recuperación que dio comienzo en el segundo semestre de 2013 y que obtuvo en 2015 las mayores tasas de crecimiento interanual en términos de ventas, superando el dato medio europeo. Atendiendo a los índices del comercio minorista, los mayores incrementos de facturación se han producido en el comercio en grandes superficies y grandes cadenas, además del comercio que excluye la alimentación y bebidas, respecto al año 2014. En cuanto a la tipología de producto, los relacionados con el hogar y el equipamiento personal tuvieron mayores tasas de crecimiento, seguido muy de cerca por los productos deportivos y de ocio.

Seguidamente, atendiendo a la coyuntura económica, actualmente el país se encuentra en un proceso de crecimiento económico iniciado en 2014, que se ha incrementado notablemente a lo largo de 2015, cuando se alcanzaron los mayores valores de recuperación desde el inicio de la crisis económica en 2008. Sin embargo, se prevé que dicho crecimiento se ralentice ligeramente y se mantenga constante en torno al 2,50% en los próximos años, alcanzando una tasa de variación interanual media del PIB de 1,80% en 2020. Asimismo, la disminución del desempleo, la deflación general y los bajos tipos de interés han contribuido al aumento del consumo de las familias, que se constituye como el principal agente económico responsable de la recuperación del sector minorista y del crecimiento económico de España en 2015.

En cuanto al comercio electrónico, el fuerte crecimiento de la facturación por parte de las empresas a través de la compraventa electrónica denota una necesidad cada vez mayor de que la actividad comercial cuente con canales de venta relacionados con las TIC para mantener o mejorar la posición competitiva en el mercado.

En lo que concierne al análisis de la empresa objeto de valoración, Decathlon España S.A.U. es una filial no cotizada perteneciente al grupo DECATHLON con sede en Francia, que cuenta con la participación del 100% de la sociedad española, dedicada a la comercialización de artículos

---

deportivos, siendo las empresas que integran el grupo sus principales proveedores de mercancías. Destaca su amplia cartera de productos que cubre más de 70 deportes y que logran ser ofrecidos al consumidor íntegramente en una misma tienda junto con un sistema logístico y modelos de reaprovisionamiento y reparto que optimizan los inventarios de manera continuada. Su funcionamiento interno está caracterizado por una estrategia de liderazgo en costes, la integración vertical y el control sobre los materiales y los suministros, lo que permite reducir los costes unitarios de producción y mantener precios de venta inferiores a los competidores.

Además, la empresa lidera el subsector del CNAE 4764 en términos de ventas con una facturación de 1.577,67 millones de euros en 2015 y tiene una cuota de mercado del 64,74% muy superior a sus competidores. Cuenta con 149 establecimientos que cubren gran parte del territorio nacional y una plantilla de más de 15.000 empleados que garantizan su gran presencia en España. Se encuentra en una fase de crecimiento y expansión con una política de inversiones en inmovilizado para la apertura de nuevos establecimientos a raíz de la recuperación de las ventas minoristas anteriormente comentada.

Por otro lado, atendiendo al análisis económico-financiero realizado, la empresa ha experimentado una evolución positiva en los ejercicios económicos analizados y se encuentra en una fase de crecimiento patrimonial iniciada en el último ejercicio, principalmente debido a un aumento de inversiones en inmovilizado material en la apertura de nuevos establecimientos y como respuesta a una evolución favorable y creciente de la facturación por ventas en los ejercicios económicos recientes.

En este contexto, la compañía posee una situación patrimonial apropiada y coherente, característica de la actividad de distribución comercial con un predominio del pasivo a corto plazo, compuesto principalmente por deudas con sus proveedores, sobre el activo corriente, con una mayor importancia relativa de las existencias y realizable, que se traduce en un fondo de maniobra negativo indicando una liquidez escasa. Sin embargo, la gestión sobre los plazos de cobro y pago, junto con una elevada rotación de las existencias, reducen las necesidades reales de liquidez y permite afrontar las deudas inmediatas, por lo que se desecha la idea de desequilibrio económico financiero.

Atendiendo a la política de inversión-financiación, resulta equilibrada por conducir a un mayor equilibrio económico-financiero con una evolución positiva del fondo de maniobra, y se ha destacado por la autofinanciación y deudas a largo plazo como principales orígenes de fondos que han sido empleados en inversiones en activos fijos e inversiones financieras con empresas del grupo y en el reparto de dividendos. Asimismo, en relación al nivel de endeudamiento, Decathlon presenta una estructura financiera arriesgada que apuesta por la deuda ajena sobre los fondos propios, pero que no resulta excesiva atendiendo a la elevada solvencia que presenta la empresa.

En lo que respecta al aspecto económico, la evolución favorable en la generación de riqueza producido por un aumento notable de la facturación, aún con una ligera pérdida de eficiencia económica debido a un aumento del coste de mercancías y del gasto de personal, permite una política de distribución de dividendos sustanciosa con cargo a reservas que no merma el equilibrio económico-financiero. El análisis de la rentabilidad económica anuncia una estrategia de elevada rotación y bajo margen, además de una favorable productividad del activo que junto con una elevada rentabilidad financiera configuran una gran ventaja competitiva de la empresa en el sector.

Finalmente, en la última parte del trabajo se ha realizado la estimación del valor de mercado de Decathlon España mediante el método de descuento de flujos de caja y cuyas proyecciones financieras se han basado en una serie de hipótesis que atienden al análisis de los estados financieros, al funcionamiento interno y políticas de la empresa y al análisis del sector y situación económica actual del país.

En este sentido, los flujos futuros estimados que genera la empresa en un horizonte temporal de diez años, tomado según recomendaciones de expertos en valoración, se han actualizado al momento de la valoración empleando una tasa que representa el coste medio ponderado de la financiación propia y ajena (5,88% obtenido) y que se ha calculado atendiendo al nivel histórico de endeudamiento en la estructura de capital de la empresa durante la crisis económica (57,44% de pasivo sobre activo) , la Tasa Anual Equivalente (TAE) de los créditos concedidos a entidades no financieras con una duración de cinco años y con importes de hasta un millón de euros (4,68% de valor medio entre 2010-2015 según el Banco de España) para el coste del endeudamiento y la aplicación del modelo *Capital Asset Pricing Model* para determinar el coste de los recursos propios

según la rentabilidad exigible por los accionistas en base al nivel de riesgo inherente a realizar una inversión en activos del mercado bursátil con un riesgo igual al de la empresa (9,01% hallado).

Posteriormente, se ha procedido a realizar las proyecciones financieras atendiendo a tres escenarios posibles, siendo el escenario realista el más probable debido a que se basa en una serie de hipótesis razonables sobre el diagnóstico obtenido en el análisis económico-financiero, la situación del sector y previsiones sobre economía de organismos oficiales. Los escenarios optimista y pesimista se han planteado por considerarse necesarios para enriquecer la valoración realizada, pues reflejan las fluctuaciones del valor de mercado de Decathlon España que tendría lugar en caso de una evolución diferente a la prevista en cuanto a la situación económica del país y del sector de la distribución comercial al por menor.

El valor de mercado de Decathlon España oscilaría entre 1.786.015.654 euros y 3.418.727.090 euros, en función de las circunstancias planteadas en los escenarios pesimista y optimista.

En definitiva, el valor de mercado hallado para Decathlon España S.A.U. para una finalidad de compraventa que resulta de este informe de valoración es de 2.541.170.453 euros.

## BIBLIOGRAFÍA

### **1. Libros:**

ADSERÀ, X.; VIÑOLAS, P. (2003): *Principios de valoración de empresas*. Bilbao: Deusto S.A. Ediciones.

AMAT SALAS, O. (2008). *Análisis económico-financiero*. Barcelona: Gestión 2000.

CAVALLER, V. (1998). *Métodos de valoración de empresas*. Editorial Pirámide. ISBN: 978-84-368-11650

FERNÁNDEZ, P. (2005). *Guía rápida de valoración de empresas*. Barcelona: Gestión 2000.

FERNÁNDEZ, P. (2005). *Cómo medir y gestionar la creación de valor*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

FERNÁNDEZ, P. (2008). *201 errores en la valoración de empresas*. Barcelona: Ediciones Deusto.

FERNÁNDEZ, P. (2008). *Métodos de Valoración de Empresas*. Navarra: IESE Business School-Universidad de Navarra.

LÓPEZ LUBIÁN, F.J.; DE LUNA BULTZ, W. (2001). *Valoración de empresas en la práctica*. Aravaca (Madrid): McGraw-Hill

LÓPEZ MARTÍNEZ, F. (2007). *Valoración de empresas: una introducción práctica*. Barcelona: Ediciones Deusto.

MARÍ VIDAL, D.; MATEOS RONCO, A.; POLO GARRIDO, F.; SEGUÍ MÁS, E. (2013). *Análisis económico-financiero: supuestos prácticos*. Valencia: Editorial Universitat Politècnica de València.

SANJURJO, M.; REINOSO, M. (2003). *Guía de valoración de empresas*. Madrid: Pearson Educación S.A.

TITMAN, S.; MARTIN, J.D. (2009). *Valoración: el arte y la ciencia de las decisiones de inversión corporativa*. Madrid: Pearson Educación S.A.

### **2. Proyectos finales de carrera, grado o máster:**

ARGENTE VICENTE, C. (2013). El deporte como producto de gran consumo. El Caso Decathlon. Proyecto Fin de Carrera. León: Universidad de León.

LORENTE ALIAGA, L. (2010). Caso Práctico de Marketing Estratégico Decathlon. Proyecto Fin de Carrera. Zaragoza: Universidad de Zaragoza.

MORCILLO CABANILLES, I. (2016). Valoración de empresas, Ebro Foods S.A. Trabajo Final de Máster. Valencia: Universitat Politècnica de València.

SISCAR BOLUMAR, F. (2014). Valoración de empresas, Mercadona S.A. Trabajo Final de Máster. Valencia: Universitat Politècnica de València.

### **3. Páginas web:**

Agencia Tributaria. *Principales novedades tributarias introducidas por la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del impuesto sobre sociedades*. [http://www.agenciatributaria.es/static\\_files/AEAT/Contenidos\\_Comunes/La\\_Agencia\\_Tributaria/Segmento\\_s\\_Usuarios/Empresas\\_y\\_profesionales/Impuesto\\_sociedades/Novedades\\_Impuesto\\_Sociedades\\_publicadas\\_2014/Reforma\\_Sociedades.pdf](http://www.agenciatributaria.es/static_files/AEAT/Contenidos_Comunes/La_Agencia_Tributaria/Segmento_s_Usuarios/Empresas_y_profesionales/Impuesto_sociedades/Novedades_Impuesto_Sociedades_publicadas_2014/Reforma_Sociedades.pdf). [Consulta: 20 de noviembre de 2016].

Asociación Nacional de Grandes Empresas de Distribución (ANGED). *Informe Anual 2015*. [http://www.anged.es/wp-content/uploads/2016/09/INFORME\\_ANUAL\\_ANGED\\_2015.pdf](http://www.anged.es/wp-content/uploads/2016/09/INFORME_ANUAL_ANGED_2015.pdf). [Consulta: 15 de noviembre de 2016].

Banco de España. *Indicadores financieros*. [http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/si\\_1\\_2.pdf](http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/si_1_2.pdf). [Consulta: 5 de enero de 2017].

Banco de España. *Mercado primario de valores. Valores distintos de acciones, excepto derivados financieros. Tipos de interés a la emisión: subastas*. <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a2116.pdf>. [Consulta: 20 de diciembre de 2016].

Banco de España. *Mercado secundario de valores. Índice de cotización de las acciones*. <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a2225.pdf>. [Consulta: 20 de diciembre de 2016].

Banco de España. *PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2016-2018): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2016*. <http://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/AnalisisEconomico/AnalisisEconomico/ProyeccionesMacroeconomicas/ficheros/be1606-proy.pdf>. [Consulta: 21 de noviembre de 2016].

Banco de España. *Tipos de interés de nuevas operaciones. Préstamos y créditos a sociedades no financieras*. <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/e0903.pdf>. [Consulta: 12 de diciembre de 2016].

Boletín Oficial del Estado (BOE). *DIRECTIVA 2006/123/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 12 de diciembre de 2006 relativa a los servicios en el mercado interior*. <https://www.boe.es/doue/2006/376/L00036-00068.pdf>. [Consulta: 20 de noviembre de 2016].

Boletín Oficial del Estado (BOE). *Ley 1/2010, de 1 de marzo, de reforma de la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista*. [https://www.boe.es/diario\\_boe/txt.php?id=BOE-A-2010-3365](https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2010-3365). [Consulta: 20 de noviembre de 2016].

Boletín Oficial del Estado (BOE). *Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista*. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1996-1072>. [Consulta: 20 de noviembre de 2016]

Boletín Oficial del Estado (BOE). *Plan de Igualdad Decathlon España S.A.U.*. [https://www.boe.es/diario\\_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-640](https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-640). [Consulta: 23 de noviembre de 2016].

Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. *Informes de comercio electrónico*. <https://telecos.cnmc.es/informes-comercio-electronico>. [Consulta: 18 de noviembre de 2016].

Consejo de Cámaras de Comercio de la Comunidad Valenciana. *Informe anual de la distribución comercial en la Comunidad Valenciana*. <http://datos.portaldelcomerciante.com/MiAfic/userfiles/167/Biblioteca/f8cbe8baaee4f2bd2b1e2016InformeAnualdeLaDistribucion&769;nComercial2015.pdf>. [Consulta: 15 de noviembre de 2016].

Cinco Días. *Valor Euribor*. <http://www.euribor.com/es/valor-euribor/>. [Consulta: 21 de noviembre de 2016].

Damodaran. *Archived Data*. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. [Consulta: 5 de enero de 2017].

Decathlon. *La red Decathlon*. <http://corporate.decathlon.com/es/conozcanos/about-us/>. [Consulta: 1 de diciembre de 2016]

Decathlon. *Sustainability*. [http://sustainability.decathlon.com/media-reports/csr\\_reports/](http://sustainability.decathlon.com/media-reports/csr_reports/). [Consulta: 22 de noviembre de 2016].

Decathlon España. *Página web*. <http://www.decathlon.es>. [Consulta: 1 de diciembre de 2016].

Decathlon España. *Servicios de financiación*. <https://www.decathlon.es/servicios.html#financiacionDkt>. [Consulta: 3 de diciembre de 2016].

Decathlon España. *Trabaja con nosotros*. <http://www.decathlon.es/eces/static/RRHH/en-espana.html>. [Consulta: 3 de diciembre de 2016].

Decathlon España. *Venta a colectividades*. <http://www.decathlon.es/catalogo-club.html?banners=banners:boton-HP-catalogo-club&type=banners>. [Consulta: 3 de diciembre de 2016].

El Economista. *Ranking de Empresas Españolas*. <http://ranking-empresas.eleconomista.es/DECATHLON-ESPANA-SAU.html>. [Consulta: 20 de noviembre de 2016].

El País. *El juez cuestiona la valoración de las acciones de El Corte Inglés*. [http://elpais.com/diario/2009/12/30/economia/1262127605\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2009/12/30/economia/1262127605_850215.html). [Consulta: 3 de noviembre de 2016].

Escuela de Negocios y Dirección. *Cambios en la legislación laboral*. <http://br.escueladenegociosydireccion.com/business/asesoria/cambios-en-la-legislacion-laboral/>. [Consulta: 20 de noviembre de 2016].

Fundación de Cajas de Ahorros (Funcas). *Panel de Previsiones de la Economía Española*. <https://www.funcas.es/Indicadores/Indicadores.aspx?file=4>. [Consulta: 15 de noviembre de 2016].

Fondo Monetario Internacional. *Perspectivas de la economía mundial. Ajustándose a precios más bajos para las materias primas (octubre de 2015)*. <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/texts.pdf>. [Consulta: 21 de noviembre de 2016].

Instituto Nacional de Estadística (INE). *Contabilidad Nacional de España. Base 2010*. <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=/t35/p008/&file=inebase>. [Consulta: 15 de noviembre de 2016].

Instituto Nacional de Estadística (INE). *Encuesta de Población Activa. Primer trimestre de 2016*. <http://www.ine.es/daco/daco42/daco4211/epa0116.pdf>. [Consulta: 21 de noviembre de 2016].

Instituto Nacional de Estadística (INE). *Encuesta sobre el uso de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (TIC) y del comercio electrónico en las empresas Año 2015 – Primer trimestre de 2016*. <http://www.ine.es/prensa/np978.pdf>. [Consulta: 22 de noviembre de 2016].

Instituto Nacional de Estadística (INE). *Índice de Precios de Consumo. Base 2011. Medias anuales*. <http://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=10305&L=0>. [Consulta: 16 de diciembre de 2016].

Instituto Nacional de Estadística (INE). *Proyección de la Población de España 2014-2064*. <http://www.ine.es/prensa/np870.pdf>. [Consulta: 21 de noviembre de 2016].

Instagram. *Decathlones*. <https://www.instagram.com/decathlones/?hl=es>. [Consulta: 4 de diciembre de 2016].

Marca. *Asciende el número de personas que hace deporte.* <http://www.marca.com/otros-deportes/2015/12/18/5673e9ab22601df3638b4628.html>. [Consulta: 22 de noviembre de 2016].

Mercados de Medio Ambiente. *¡Financiación para la naturaleza!*. <http://www.mercadosdemedioambiente.com/actualidad/etiquetas/decathlon/#gdQ0lpkADpsJH4PC>. [Consulta: 22 de noviembre de 2016].

Ministerio de Agricultura y Pesca, Alimentación y Medio Ambiente. *El Parlamento Europeo quiere reducir en un 80% el uso de bolsas de plástico para 2019.* <http://www.mapama.gob.es/es/ceneam/carpeta-informativa-del-ceneam/novedades/eurocamara-reducir-uso-bolsas-plastico-2019.aspx>. [Consulta: 22 de noviembre de 2016].

Ministerio de Agricultura y Pesca, Alimentación y Medio Ambiente. *Reducción del consumo de bolsas comerciales de un solo uso.* [http://www.magrama.gob.es/es/calidad-y-evaluacion-ambiental/campanas/Iniciativas\\_Bolsas\\_Comerciales\\_un\\_Usa.aspx](http://www.magrama.gob.es/es/calidad-y-evaluacion-ambiental/campanas/Iniciativas_Bolsas_Comerciales_un_Usa.aspx). [Consulta: 22 de noviembre de 2016].

Ministerio de Educación, Cultura y Deporte. *ENCUESTA DE HÁBITOS DEPORTIVOS EN ESPAÑA 2015.* [http://www.mecd.gob.es/servicios-al-ciudadano-mecd/dms/mecd/servicios-al-ciudadano-mecd/estadisticas/deporte/ehd/Encuesta\\_de\\_Habitos\\_Deportivos\\_2015.pdf](http://www.mecd.gob.es/servicios-al-ciudadano-mecd/dms/mecd/servicios-al-ciudadano-mecd/estadisticas/deporte/ehd/Encuesta_de_Habitos_Deportivos_2015.pdf). [Consulta: 22 de noviembre de 2016].

Noticias Jurídicas. *Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras.* [http://noticias.juridicas.com/base\\_datos/Admin/o805-2003-eco.html](http://noticias.juridicas.com/base_datos/Admin/o805-2003-eco.html). [Consulta: 5 de noviembre de 2016].

#### **4. Bases de datos:**

Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI). <http://sabi.bvdep.com>. [Consultas: 20 de noviembre de 2016 y 5 de enero de 2017].

## ANEXOS

- **Anexo 1:** Balance de situación de Decathlon España, S.A.U. (2012-2015).
- **Anexo 2:** Cuenta de pérdidas y ganancias de Decathlon España S.A.U. (2012-2015).
- **Anexo 3:** Estado de flujos de efectivo de Decathlon España S.A.U. (2012-2015).
- **Anexo 4:** Estado de cambios en el patrimonio neto de Decathlon España S.A.U. (2012-2015).

**Anexo 1: Balance de Situación de Decathlon España S.A.U. (2012-2015)**

Tabla 49: Balance de situación de Decathlon España S.A.U. 2012-2015, en miles de euros.

BALANCE DE SITUACIÓN	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12
<b>Activo no corriente</b>	<b>371.511</b>	<b>309.807</b>	<b>312.439</b>	<b>329.987</b>
Inmovilizado intangible	16	5	12	24
Inmovilizado material	356.328	292.890	295.509	320.583
Inversiones inmobiliarias	4.936	7.304	7.244	0
Inversiones en empresas del grupo	62	62	62	712
Inversiones financieras	10.169	9.546	9.612	8.667
<b>Activo corriente</b>	<b>251.113</b>	<b>235.527</b>	<b>248.653</b>	<b>184.949</b>
Existencias	116.801	109.157	109.690	107.068
Deudores comerciales	32.855	23.667	8.834	26.203
Inversiones en empresas del grupo	82.760	81.894	112.670	30.409
Periodificaciones a corto plazo	320	488	315	1.309
Efectivo	18.376	20.322	17.144	19.960
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>622.624</b>	<b>545.335</b>	<b>561.093</b>	<b>514.936</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>243.903</b>	<b>231.034</b>	<b>214.881</b>	<b>194.483</b>
Capital escriturado	10.717	10.717	10.717	10.717
Reservas	121.678	109.164	108.862	86.714
Resultado del ejercicio	111.508	111.153	95.301	97.052
<b>Pasivo fijo</b>	<b>61.801</b>	<b>11.251</b>	<b>22.108</b>	<b>28.158</b>
Provisiones a largo plazo	1.249	1.177	3.140	3.913
Deudas a largo plazo	51.916	0	0	0
Pasivos por impuesto diferido	8.635	10.073	18.968	24.244
<b>Pasivo líquido</b>	<b>316.920</b>	<b>303.050</b>	<b>324.104</b>	<b>292.296</b>
Provisiones a corto plazo	11.453	14.693	10.810	8.438
Deudas con entidades de crédito	2.868	21	1	0
Proveedores a corto plazo	33.668	28.172	34.930	31.596
Proveedores, empresas del grupo	230.445	224.109	249.890	221.332
Otros pasivos líquidos	38.485	36.056	28.474	30.930
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>622.624</b>	<b>545.335</b>	<b>561.093</b>	<b>514.936</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales auditadas de Decathlon España S.A.U.

**Anexo 2: Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Decathlon España S.A.U. (2012-2015)**

Tabla 50: Cuenta de pérdidas y ganancias de Decathlon España S.A.U. 2012-2015, en miles de euros.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Ventas	1.577.668	1.450.419	1.383.735	1.338.705
Coste de ventas	-1.023.845	-924.793	-875.815	-845.209
MB (Margen bruto)	553.824	525.626	507.920	493.496
Otros gastos de explotación	-183.701	-182.932	-177.089	-172.009
Otros ingresos de explotación	17.842	19.702	19.895	21.780
VAB (Valor añadido bruto)	387.965	362.397	350.726	343.267
Gastos de personal	-208.330	-193.844	-178.082	-170.173
EBITDA	179.635	179.944	172.643	164.429
Amortización y deterioro	-25.619	-23.764	34.159	33.347
BAII (Rdo. Explotación)	154.016	155.355	138.484	139.748
Gastos financieros	-613	-686	-2.099	-968
Ingresos financieros	367	556	1.037	320
BAI (Rdo. antes impuestos)	153.769	155.228	137.422	139.100
Impuesto beneficios	-42.261	-44.075	-42.121	-42.048
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>111.508</b>	<b>111.153</b>	<b>95.301</b>	<b>97.052</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales auditadas de Decathlon España S.A.U.

**Anexo 3: Estado de Flujos de Efectivo de Decathlon España S.A.U. (2012-2015)**

Tabla 51: Estado de flujos de efectivo de Decathlon España S.A.U. 2012-2015, en euros.

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12
<b>A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>132.572.013</b>	<b>90.285.609</b>	<b>170.516.151</b>	<b>126.660.696</b>
1. Resultado del ejercicio antes de impuestos	153.769.388	155.227.683	137.422.280	139.300.423
2. Ajustes del resultado	25.650.377	27.423.198	39.454.406	32.153.480
a) Amortización del inmovilizado	25.062.860	24.589.077	25.107.258	24.680.790
b) Correcciones valorativas por deterioro	1.055.458	-984.929	10.323.560	-1.711.928
c) Variación de provisiones	-3.167.500	1.920.287	416.158	-1.560.046
e) Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado	2.453.431	1.771.899	2.545.446	10.297.234
f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros	0	0	0	50.198
g) Ingresos financieros	-366.924	-555.698	-1.036.482	-320.450
h) Gastos financieros	612.422	679.091	2.099.275	718.670
i) Diferencias de cambio	630	3.471	-809	-988
3. Cambios en el capital corriente	-2.214.681	-46.337.500	46.863.561	-3.438.727
a) Existencias	-7.366.812	475.279	-2.671.643	-7.411.291
b) Deudores y otras cuentas para cobrar	-9.964.799	-14.615.221	17.977.357	4.933.149
c) Otros activos corrientes	167.388	-172.322	993.899	-531.767
d) Acreedores y otras cuentas para pagar	15.039.542	-32.025.236	30.543.948	-428.818
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación	-44.723.071	-46.027.772	-53.224.106	-41.354.480
a) Pago de intereses	-612.422	-679.092	-1.006.993	-718.670
b) Cobros de dividendos	0	0	0	0
c) Cobros de intereses	366.924	555.698	283.673	320.450
d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios	-44.477.573	-45.904.378	-52.500.786	-40.956.260
<b>B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>	<b>-89.792.513</b>	<b>-22.904.223</b>	<b>-19.772.763</b>	<b>-155.393</b>
6. Pagos por inversiones	-91.811.733	-23.647.358	-19.786.006	-13.516.946
b) Inmovilizado intangible	-10.521	-295	-7.832	-22.277
c) Inmovilizado material	-91.162.237	-23.245.926	-18.832.769	-13.494.669
d) Inversiones inmobiliarias	0	-401.137	0	0
e) Otros activos financieros	-638.975	0	-945.405	0
7. Cobros por desinversiones	2.019.220	743.135	13.243	13.361.553
c) Inmovilizado material	0	676.974	13.243	13.361.553
d) Inversiones inmobiliarias	2.019.220	0	0	0
e) Otros activos financieros	0	66.161	0	0

<b>C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>	<b>-44.724.775</b>	<b>-64.204.143</b>	<b>-154.242.670</b>	<b>-122.848.810</b>
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	0	0	0	0
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	53.914.225	30.795.857	-80.242.670	-2.848.810
a) Emisión	53.914.225	30.795.857	0	-2.848.810
2. Deudas con entidades de crédito	54.763.843	19.998	0	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas	-849.618	30.775.859	0	-2.848.810
b) Devolución y amortización de	0	0	-80.243.295	0
2. Deudas con entidades de crédito	0	0	625	0
3. Deudas con empresas del grupo y asociadas	0	0	-80.243.295	0
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-98.639.000	-95.000.000	-74.000.000	-120.000.000
a) Dividendos	-100.000.000	-95.000.000	-74.000.000	-120.000.000
b) Remuneración de otros instrumentos de patrimonio	1.361.000	0	0	0
<b>D) EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>E) AUMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES</b>	<b>-1.945.275</b>	<b>3.177.243</b>	<b>-3.499.282</b>	<b>3.656.493</b>
Efectivo o equivalentes al comienzo del ejercicio	20.321.700	17.144.457	19.959.716	16.302.235
Efectivo o equivalentes al final del ejercicio	18.376.425	20.321.700	17.144.457	19.959.716

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales auditadas de Decathlon España S.A.U.

## Anexo 4: Estado Total de Cambios en el Patrimonio Neto de Decathlon España S.A.U. (2012-2015)

Tabla 52: Estado total de cambios en el patrimonio neto de Decathlon España S.A.U. 2012-2015, en euros.

ESTADO TOTAL DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO NETO	Capital	Reservas	Resultado del ejercicio	TOTAL
<b>Saldo a 01/01/12</b>	<b>10.716.912</b>	<b>104.600.106</b>	<b>102.093.496</b>	<b>217.410.514</b>
I. Total ingresos y gastos reconocidos			97.051.993	97.051.993
II. Operaciones con socios o propietarios		-119.979.479		-119.979.479
Aumentos de capital				0
Reducciones de capital				0
Distribución de dividendos		-119.979.479		-119.979.479
III. Otras variaciones de patrimonio neto		102.093.496	-102.093.496	0
Otras variaciones		102.093.496	-102.093.496	0
<b>Saldo a 31/12/12</b>	<b>10.716.912</b>	<b>86.714.123</b>	<b>97.051.993</b>	<b>194.483.028</b>
<b>Saldo a 01/01/13</b>	<b>10.716.912</b>	<b>86.714.123</b>	<b>97.051.993</b>	<b>194.483.028</b>
I. Total ingresos y gastos reconocidos			95.301.225	95.301.225
II. Operaciones con socios o propietarios		-74.903.690		-74.903.690
Aumentos de capital				0
Reducciones de capital				0
Distribución de dividendos		-74.903.690		-74.903.690
III. Otras variaciones de patrimonio neto		97.051.993	-97.051.993	0
Otras variaciones		97.051.993	-97.051.993	0
<b>Saldo a 31/12/13</b>	<b>10.716.912</b>	<b>108.862.426</b>	<b>95.301.225</b>	<b>214.880.563</b>
<b>Saldo a 01/01/14</b>	<b>10.716.912</b>	<b>108.862.426</b>	<b>95.301.225</b>	<b>214.880.563,</b>
I. Total ingresos y gastos reconocidos			111.153.120	111.153.120
II. Operaciones con socios o propietarios		-95.000.000		-95.000.000
Aumentos de capital				0
Reducciones de capital				0
Distribución de dividendos		-95.000.000		-95.000.000
III. Otras variaciones de patrimonio neto		95.301.225	-95.301.225	0
Otras variaciones		95.301.225	-95.301.225	0
<b>Saldo a 31/12/14</b>	<b>10.716.912</b>	<b>109.163.651</b>	<b>111.153.120</b>	<b>231.033.683</b>

<b>Saldo a 01/01/15</b>	<b>10.716.912</b>	<b>109.163.651</b>	<b>111.153.120</b>	<b>231.033.683</b>
I. Total ingresos y gastos reconocidos			111.508.000	111.508.000
II. Operaciones con socios o propietarios		-100.000.000		-100.000.000
Aumentos de capital				0
Reducciones de capital				0
Distribución de dividendos		-100.000.000		-100.000.000
III. Otras variaciones de patrimonio neto		112.514.120	-111.153.120	1.361.000
Otras variaciones		112.514.120	-111.153.120	1.361.000
<b>Saldo a 31/12/15</b>	<b>10.716.912</b>	<b>121.677.771</b>	<b>111.508.000</b>	<b>243.902.683</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales auditadas de Decathlon España S.A.U.