

COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS
GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS
TRABAJO FIN DE GRADO



“VALORACIÓN DE UNA EMPRESA”

“VALORACIÓN DE JOMA”

Joma

Autor: Fernández Fernández, David

Tutor: Álvarez Plaza, José Jaime

Madrid, junio de 2020

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	3
1.1 OBJETIVO	3
1.2 METODOLOGÍA	3
1.3 PARTES DEL TFG.....	4
2. INDUSTRIA DEPORTIVA	4
3. JOMA	7
3.1 EVOLUCIÓN HISTÓRICA	7
3.2 ESTRATEGIA DE NEGOCIO.....	8
4. MÉTODO DE VALORACIÓN DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA (DFC)	11
4.1 FREE CASH FLOW.....	12
4.2 PERIODO DE PROYECCIONES	14
4.3 PROYECCIONES.....	14
4.3.1 Criterios de proyección	14
4.3.2 Cálculo CAPEX	16
4.3.3 Cálculo NOFs	16
4.4 WEIGHT AVERAGE COST OF CAPITAL	17
4.4.1 Coste de la deuda (kd).....	18
4.4.3 Coste de los recursos propios (Ke)	19
4.4.5 Cálculo WACC	27
4.5 CÁLCULO DEL VALOR RESIDUAL.	28
4.6 ENTERPRISE VALUE (EV)	29
4.7 ANÁLISIS SENSIBILIDAD.....	31
5. METODO DE VALORACION DE MULTIPLOS	32
5.1 SELECCIÓN GRUPO COMPARABLES.....	34
5.2 SELECCIÓN MÚLTIPLOS COMPARABLES.....	35
5.2.1 PER	35
5.2.2 EV/EBITDA	36
6. CONCLUSIONES.....	38
7. BIBLIOGRAFÍA	40
8. INDICE DE TABLAS.....	46
9. ÍNDICE DE GRÁFICOS	46
10. ANEXOS.....	47

1. INTRODUCCIÓN

1.1 OBJETIVO

El presente trabajo de investigación académica tiene por objeto realizar un estudio del método de descuento de flujos de caja para llevar a cabo la valoración de empresas, desarrollando así el método e indicando cuales son sus principales ventajas y desventajas.

En concreto, nos vamos a centrar en analizar un caso práctico de una empresa, para ver el desarrollo y la casuística aplicada en el mismo.

A través de estas páginas, no solo se van a obtener nociones generales de la metodología de valoración, y la aplicación a un caso real, sino que también se va a resaltar que tanto el contexto del sector como las distintas estrategias que llevan a cabo las empresas son cruciales a la hora de realizar el ejercicio de valoración en sí.

1.2 METODOLOGÍA

Para conseguir estos objetivos, en primer lugar, se ha hecho un estudio cualitativo de revisión de literatura en relación con los temas en cuestión, para poder hacer un buen desarrollo del marco teórico.

Una vez llevada a cabo la revisión de literatura y habiendo adquirido unos conocimientos teóricos sólidos, estos se han puesto en práctica en el estudio de campo.

Para ello, se eligió una empresa de un sector no tan llamativo como es la industria deportiva, para poder analizar su valoración y poder sacar conclusiones en relación con lo establecido en el marco teórico. Es decir, se ha llevado a cabo el método de descuentos de flujos de caja para valorar la empresa en cuestión, y una vez realizada la valoración, se ha estudiado que posible impacto tiene esta en el funcionamiento de la entidad.

1.3 PARTES DEL TFG

El trabajo se estructura en tres capítulos, una introducción y motivación del trabajo, un marco teórico y un estudio de campo.

El marco teórico se trata de una revisión de literatura existente sobre los temas en cuestión.

- En primer lugar, se realiza una puesta en contexto de la industria deportiva, y como son los modelos de negocio de las empresas de la industria.
- En segundo lugar, se introduce a la empresa que va a ser objeto de caso práctico.
- Además, en este primer bloque se establecen la estrategia de negocio y operativa que lleva a cabo nuestro sujeto pasivo del estudio de campo, para comprobar el posible impacto que tiene a la hora de llevar a cabo la valoración posterior.

El estudio de campo se trata de una puesta en práctica de la base teórica establecida en el marco conceptual. En este bloque se realiza la valoración mediante el descuento de flujos de caja de la empresa Joma Sport S.A. (de ahora en adelante “Joma”), analizando el impacto de la teoría analizada en las conclusiones obtenidas.

2. INDUSTRIA DEPORTIVA

No cabe duda de que en los tiempos en los que vivimos, una de las industrias más fuertes es la industria deportiva, y que todas las empresas del sector como cualquier empresa de otro debe tener su modelo de negocio y sus estrategias de desarrollo.

Como podemos comprobar en el gráfico de barras adjunto, la evolución anual del volumen de ingresos del sector de ropa deportiva está en constante crecimiento, al haber aumentado en cincuenta millones de dólares de los años 2011 a 2019, y se proyecta que en 2024 crecerá 40 millones más hasta situarse en 220 millones de dólares.

(en miles de millones de dólares)

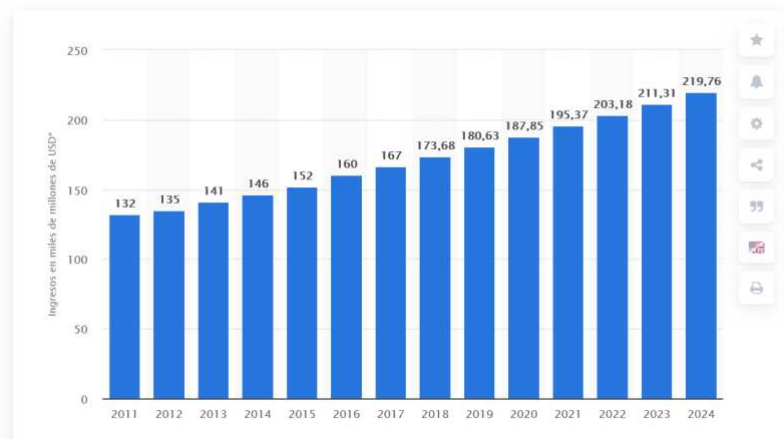


Gráfico 1. Ingresos sector ropa deportiva a nivel mundial

Fuente: es.statista.com

El deporte tiene una posición contradictoria a nivel práctica social, ya que por un lado se asocia con ocio y tiempo libre, no obstante, se ha convertido en una industria multimillonaria. El deporte se ha convertido en parte del sistema económico y una gran fuente de ingresos con mucho potencial no solo para el deporte en sí, pues se pueden acontecer ganancias significativas en actividades periféricas, como agencias y ropa deportiva entre otras. (Horne, Tomlinson y Whannel, 1999).

Otros autores sostienen que, la industria de bienes deportivos se enfrenta a un mercado segmentado y con una demanda muy volátil. Debido a que, la demanda de los distintos productos difiere en las distintas regiones del mundo. Concretamente, esto indica que un país puede demandar más de un producto que incluso un continente entero, en cambio de otro su demanda puede llegar a ser prácticamente nula. (Andreff y Szimansky, 2016).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Total gasto vinculado al deporte (Millones de euros)	4.865,9	4.555,1	4.693,2	4.778,8	4.468,8	4.570,4	4.211,4	4.443,2	4.924,9	5.686,5
Gasto medio por persona (Euros)	106,7	99,1	101,7	103,2	96,5	99,0	91,6	96,7	107,1	123,4
Gasto vinculado al deporte en porcentaje del total de gasto	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,1

Tabla 1. Gasto en bienes y servicios vinculados al deporte. Años 2008-2017

Fuente: MCUD. Explotación de la Encuesta de Presupuestos Familiares.

Encuesta de Presupuestos Familiares. Base 2006

Desde el punto de vista de los proveedores, es un mercado complicado, ya que se enfrenta a un oligopolio que compite tanto a nivel globalizado, como con las tiendas locales de cada ubicación con nombre y reputación adquirida. Asimismo, establece que al no ser el precio la clave del éxito en un oligopolio, lo que atribuye el éxito en este sector es la innovación y, sobre todo, la diferenciación.

	VALORES ABSOLUTOS		En porcentaje del total de empresas		Distribución porcentual	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
TOTAL	34.203	34.529	1,0	1,0	100	100
931 Actividades deportivas	27.676	28.278	0,84	0,85	80,9	81,9
323 Fabricación de artículos de deporte	217	261	0,01	0,01	0,6	0,8
4764 Comercio al por menor de art. deportivos	6.310	5.990	0,19	0,18	18,4	17,3

Tabla 2. Empresas vinculadas al deporte por actividad económica principal

Fuente: INE. Directorio Central de Empresas.

Gerardo Molina establece que el patrocinio deportivo son las aportaciones que hacen las empresas al mundo del deporte, pero que no deja de ser una inversión para la empresa que lo realiza y, por ende, se convierte en una estrategia. Pero no simplemente es firmar un acuerdo entre partes, intercambiando dinero por imagen deportiva. El patrocinio va más allá de eso. (Molina,2019).

En cuestión, el patrocinio es una estrategia que tiene mucha influencia en fundamento de nuestro trabajo de investigación, que es la valoración de una empresa. El patrocinio

es un medio de obtener imagen de marca, lo que produce beneficios para las empresas y puede hacer que aumente o disminuya su rating.

3. JOMA

3.1 EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Joma tiene nombre y apellido, y es Fructuoso López, quien con poco más de 18 años y nada más haber acabado el servicio militar fundó en 1965 Joma, cuyo nombre se lo debe a José Manuel, su hijo y actual CEO. (Lacort, 2017).

Empresa establecida en Portillo desde su origen, que posteriormente se abrió al comercio exterior y 55 años más tarde compite contra grandes marcas internacionales como Adidas o Nike y está presente en más de 100 países en los cinco continentes. (Diario Palco 23, 2020).

Según Lacort (2017) Joma contaba con escasos 8 empleados y una tecnología inexistente, salvo materiales del taller de calzado en el que trabajaba por las tardes Fructuoso, y se centraron en la producción de zapatillas de atletismo para poco a poco ir abriéndose paso en distintas especialidades.

Concretamente en 1969 es cuando Joma se registra como Joma Sport S.A, construye su primera fábrica y consiguen tanto aumentar el número de empleados como instalar la primera cadena de montaje. (Historia de Joma, Página web oficial, 1965-2018).

Los años ochenta fueron un antes y un después para la sociedad. El crecimiento permitió aumentar las instalaciones y recursos, inaugurando la primera línea de montaje automática. Pero la década de los ochenta no solo supuso un crecimiento en recursos, sino que también a nivel visibilidad de marca y expansión al ser en 1987 cuando firma sus primeros contratos de patrocinio y les proporcionaría el éxito y reconocimiento que tienen hoy en día.

Joma ha sido imagen de la élite del deporte de los años noventa, patrocinando a jugadores como Martín Vázquez y Emilio Butragueño del Real Madrid Club de Fútbol,

Beguiristain del Fútbol Club Barcelona e incluso logró su primer oro en las olimpiadas de 1992 en Barcelona con Fermín Cacho en los mil quinientos metros lisos.

Tras el éxito y reconocimiento logrado con los patrocinios, no había duda de que era el momento de Joma para expandirse a nivel internacional. Probablemente no hubiera sido tan sencilla la internacionalización de no ser por la visibilidad adquirida, que posibilitó abrirse al comercio exterior con la entrada en el continente americano y asiático. (Historia de Joma, Página web oficial, 1965-2018).

3.2 ESTRATEGIA DE NEGOCIO

Como hemos visto a lo largo de la evolución histórica, Joma ha basado su crecimiento en el patrocinio de estrellas de la élite deportiva. El patrocinio hace que directamente asocies talentos con sus productos, y de un modo u otro puedes atribuir una buena valoración a la imagen de marca.

Esta es la estrategia que sigue Joma Para abrirse paso en el mundo globalizado en el que nos encontramos hoy en día, la diferenciación. Pues no solo la valoración de empresas es aplicable a las grandes cotizadas de los mercados más importantes que se hacen eco diario en los medios, sino que influye también en PYMES. Por eso, pequeños matices como directamente asociar con una estrella o equipo con éxito logrado puede influir de manera significativa en la percepción de un tercero.

Es muy importante también que las empresas modifiquen o adapten sus estrategias de negocio en función del mercado objetivo, ya que, en el caso de no adaptarse al receptor, puede ocasionar tener una mala percepción y puede disminuir su rating.

Joma emplea para desarrollar su negocio varios canales de distribución, aunque siempre adaptando sus estructuras de negocio a la zona en la cual van a distribuir. A pesar de tener varios canales, su canal es más sólido es en el mercado europeo, que se diferencia del latinoamericano en ser este último mucho más joven e impulsivo.

Joma en países latinoamericanos opta por aliarse con grandes tiendas para poder tener una mayor accesibilidad al mercado, ya que a contrario que en el mercado europeo, muchas veces es necesario para ganar confianza con el cliente. No obstante, hay un denominador común en las diferentes versiones del desarrollo empresarial de Joma, el patrocinio. Como medio de aumentar la visibilidad de la marca, el patrocinio es una gran fuente de aumentar visibilidad, pues se asocia la marca con eventos o equipos. Todos estos aspectos hacen que la situación de Joma sea satisfactoria, y es claro ejemplo de que no hace falta tener un gran ejército de inversores o cotizar en los mercados más relevantes. (Perez,2016)

Según *informa*, el riesgo comercial de Joma es bueno, al ser un quince sobre veinte. La liquidez es buena, con baja probabilidad de retraso en los pagos (a lo sumo tres días de media) y no tiene ni registro de impagados ni demandas de reclamaciones.

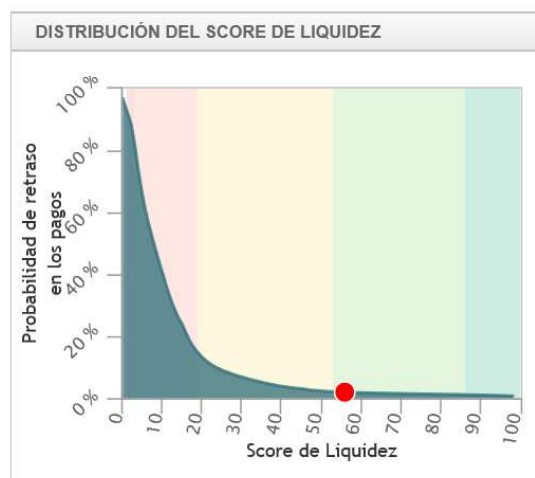


Gráfico 2. Evolución del Rating Comercial Joma Sport S.A

Fuente: app.informa.es



Gráfico 3. Distribución del score de liquidez

Fuente: app.informa.es

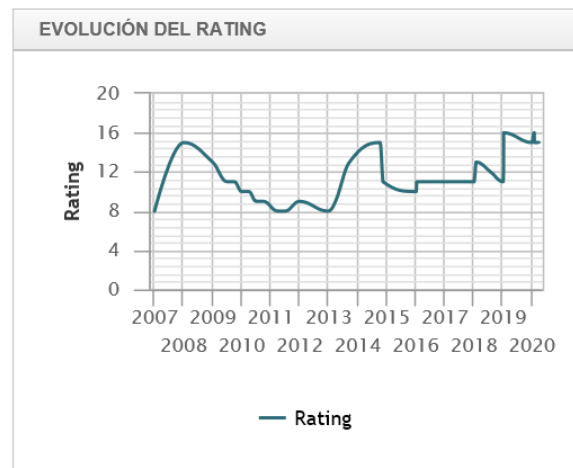


Gráfico 4. Análisis de las experiencias de pago

Fuente: app.informa.es

La sociedad no sólo tiene una buena posición financiera y de liquidez, sino que también cuenta con informes favorables de auditoría y con evoluciones positivas en ventas en los últimos ejercicios. Si atendemos al EBIT, posee recursos necesarios para hacer frente al apalancamiento externo, el cual está por debajo del sector.

El crecimiento se sustenta más en la financiación externa que en los aumentos de capital, focalizándose en el largo plazo más que en el corto plazo, abriéndose camino en el sector deportivo al que pertenece situada mayoritariamente por encima del mercado tanto en balance como en resultados.

A nivel de ratios, genera beneficios de explotación superiores al mercado, al tener un EBIT/Ventas superior al sector (0,13 frente a 0,11). No obstante, recurrir a la financiación externa a pesar de encontrarse por debajo a la media, es lo que perjudica a Joma en resultados, que no son tan favorables como la facturación.

1 Análisis de Balance: % sobre el activo total

	Empresa (2018)	Sector	Diferencia
Activo			
A) Activo no corriente	24,19	22,96	1,23
B) Activo corriente	75,81	77,04	-1,23
Pasivo			
A) Patrimonio neto	53,23	57,45	-4,22
B) Pasivo no corriente	0,32	3,46	-3,14
C) Pasivo corriente	46,45	39,10	7,35

1 Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias: % sobre los ingresos totales de explotación

	Empresa (2018)	Sector	Diferencia
Ventas	98,52	99,29	-0,77
Margen bruto	69,68	41,93	27,75
EBITDA	13,50	12,28	1,22
EBIT	13,15	11,24	1,91
Resultado neto	8,70	8,44	0,26

Tabla 3. Comparativa con el sector

Fuente: app.informa.es

4. MÉTODO DE VALORACIÓN DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA (DFC)

A la hora de valorar una empresa, hay que partir de la premisa de que el concepto de valor no siempre coincide con su precio. Una empresa vale lo que es capaz de generar, mientras que el precio suele incorporar al valor otra serie de aspectos subjetivos (sinergias, oportunidades, beneficios más allá de lo económico...) (Márquez González, 2017)

“Precio es lo que pagas. Valor es lo que recibes” Warren Buffet

Por consiguiente, para la realización de este trabajo de fin de grado, vamos a tratar de realizar una valoración lo mas precisa y objetiva posible para nuestra empresa Joma, utilizando para ello fundamentos matemáticos y metodologías apropiadas. En concreto, nos vamos a centrar en el Método de valoración de descuento de flujos de caja.

El método de valoración de descuento de flujos de caja (o DFC) busca determinar el valor de la empresa a través de los flujos de dinero que esta pueda generar en el futuro, con el fin de después descontarlos al momento actual mediante una rentabilidad exigida apropiada según el riesgo de dichos flujos. (Fernández, 2006).

Cabe destacar que, el DFC no es el único método de valoración dentro del gran abanico de posibilidades, pero el DFC es el método de valoración óptimo cuando se presupone que la empresa tiene una intención de continuidad en el futuro.

En el caso de Joma, al ser una compañía que está en constante evolución y crecimiento y encontrando su fase de madurez, no cabe duda de que el DFC cumple la función.

Los flujos de dinero para valorar la empresa (*cash flows*) pueden ser 4 tipos:

- Flujo de caja del accionista
- Flujo de caja del capital
- Flujo de caja de la deuda
- Flujo de caja Libre.

Para esta valoración, puesto que vamos a realizar el DFC, es oportuno emplear el Flujo de caja Libre (*Free Cash Flow*).

4.1 FREE CASH FLOW

EL *free cash flow* (o FCF), es el flujo de dinero que sólo tiene en cuenta las operaciones desarrolladas en la empresa, sin prestar atención al endeudamiento después de impuestos. “Es el dinero que se podría repartir a los accionistas de la empresa después

de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos (CAPEX) y en las Necesidades Operativas de fondos, suponiendo que no hay cargas financieras”. (Fernández, 2006).

El FCF se calcula similar a un presupuesto de tesorería, en el que sólo se tienen en cuenta las salidas y entradas de dinero, es decir, los cobros y pagos realizados. Su cálculo es de la siguiente manera:

(+) BENEFICIO DE EXPLOTACIÓN (EBIT)
(-) IMPUESTOS OPERATIVOS
(+) AMORTIZACIONES
(-) VARIACIONES EN INVERSIÓN DE ACTIVOS FIJOS (CAPEX)
(-) VARIACIONES DEL FONDO DE MANIOBRA (NOF)
FLUJO DE CAJA LIBRE

Tabla 4. Forma de calcular el FCF

Fuente: elaboración propia

Es por esto por lo que para realizar el FCF de forma adecuada, hay que ajustarlo sumándole aquellas partidas que son gasto/ingreso contable, pero no suponen una entrada/salida de caja, o viceversa, es decir, que hay que ajustarlos para considerarse en el FCF, como, por ejemplo:

- La amortización del periodo entre otros gastos, ya que solamente repercute en la contabilidad, pero no se considera un pago (gasto contable pero no salida de caja).
- Los impuestos operativos, ya que lo que busca el FCF es el ver el rendimiento económico real después de impuestos, sin tener en cuenta la financiación.
- Las variaciones (aumentos o disminuciones) del CAPEX y de las NOF, ya que hay que cubrir también las necesidades de reinversión en activos fijos y las necesidades operativas de fondos.

4.2 PERIODO DE PROYECCIONES

El primer paso a la hora de realizar el DFC, es considerar el periodo de años a proyectar.

Según un experto en la materia, *“A los efectos de los trabajos de valoración, se debe obtener y/o preparar generalmente unas proyecciones financieras de las principales cifras/magnitudes de la sociedad o negocios a valorar para un periodo de entre 5 y 7 años, que permita, de acuerdo con la información facilitada por la dirección de la sociedad y la evolución histórica, la definición de unas hipótesis razonables de futuro para la estimación de los flujos de caja susceptibles de generar”* (Márquez González, 2017)

Es por ello por lo que, considero utilizar una proyección de 5 años a mi valoración, que son los años que considero óptimos para poder obtener una certeza e imagen robusta de la realidad esperada del negocio en el futuro.

Una vez hayamos proyectado las cifras del balance y cuenta de pérdidas y ganancias, así como realizado todos los cálculos correspondientes, podremos obtener una proyección/estimación de los FCF que generará la compañía en los próximos 5 años.

4.3 PROYECCIONES

4.3.1 Criterios de proyección

Para proyectar el balance de situación, en líneas generales, hemos utilizado *Compound anual Growth rate* (de ahora en adelante, CAGR) como tasa de crecimiento. *“La CAGR sirve para conocer la tasa de retorno de una inversión en un periodo temporal concreto”*, y la empleamos para describir el crecimiento sobre un periodo de tiempo de algunos elementos del negocio como por ejemplo ingresos. (Equipo singular Bank, 2019)

La CAGR la calculamos de la siguiente manera:

$$CAGR(t_0, t_n) = \left(\frac{V(t_n)}{V(t_0)} \right)^{\frac{1}{t_n - t_0}} - 1$$

No obstante, en algunas partidas de los estados financieros del balance no resultaba lo más indicado para obtener una proyección robusta, por lo que las hemos proyectado en base a las hipótesis que hemos desarrollado, y que consideramos más convenientes en cada caso.

Proyectando algunas partidas de la siguiente manera: activos por impuesto diferido en base al resultado del ejercicio, existencias y deudores, entre otras, en base a ventas, acreedores en base a aprovisionamientos, la deuda financiera haciendo el uso de la ratio Deuda/Equity, etc.

En cuanto a las proyecciones de la cuenta de pérdidas y ganancias, y con el objetivo de calcular los FCF para usar en nuestro método del descuento de flujos de caja, comenzaremos realizando una proyección de los Ingresos de explotación de la compañía, la cual realizamos mediante el CAGR.

Según los datos históricos de Ingresos de explotación y coincidiendo con la gran evolución y crecimiento que presenta Joma en los últimos años, presenta un CAGR de ingresos de un 10,29%. Lo cual proyectamos mediante esa tasa.

Para la proyección del margen bruto, consideramos que este va a seguir constantes a lo largo de los años, por lo tanto, lo proyectamos realizando una media del porcentaje del margen bruto sobre ventas de los últimos años, y eso lo multiplicamos por los ingresos proyectados mediante el CAGR. De manera que, el coste de materiales es la diferencia entre ambos.

Para los demás gastos de explotación y el coste de los empleados, suponemos también que, al estar muy relacionados con los ingresos de explotación, van a seguir constantes durante los próximos ejercicios y los proyectamos igual que el margen bruto, mediante una media del porcentaje respecto a los ingresos de explotación de los últimos años, multiplicado por los ingresos proyectados del CAGR de su respectivo periodo.

Una vez obtenido el EBIT, para el cálculo de la amortización vamos a suponer que estas siguen en la misma línea que lo hace el inmovilizado material (creciendo en base a una

tasa CAGR), y, por tanto, lo vamos a proyectar utilizando el CAGR histórico de los últimos 4 años del inmovilizado material que nos da un 3,16%.

Como último paso, para proyectar los impuestos sobre beneficios hemos obtenido la tasa impositiva de los últimos periodos y realizado una media de dichos periodos, la cual nos da un resultado en torno a un 20%, y esa es la que utilizaremos para proyectar los impuestos.

Una vez realizado los respectivos ajustes, llegamos finalmente al resultado del ejercicio neto proyectado de la compañía para los próximos 5 periodos, que en nuestro caso cumple las expectativas que creíamos y se prevé un gran aumento del beneficio neto. (Ver en Anexo tablas de Excel y sus cálculos).

4.3.2 Cálculo CAPEX

Para calcular las variaciones de nuestras inversiones en activos fijos (CAPEX) hay bastantes teorías aceptadas. Nosotros vamos a realizarlo estudiando el histórico de la compañía y calculando así su crecimiento esperado a futuro. Vamos a considerar que Joma va a seguir llevando inversiones en la cantidad que resulta de restar el inmovilizado material bruto de un año menos el del año anterior. No obstante, las cifras que nos aparecen en balance corresponden al valor neto contable, por lo que para calcular el valor bruto le tendremos que sumar la amortización del periodo actual.

$$VAR\ CAPEX = ANC1 - ANC0 + AMORTIZACIÓN1$$

4.3.3 Cálculo NOFs

Como último paso para tener todos los componentes del FCF, hay que calcular las variaciones de las necesidades operativas de financiación (NOFs). Este cálculo lo realizaremos teniendo en cuenta la suma de la variación de clientes, existencias y la resta de proveedores y calculando la diferencia que produce de un año a otro.

VARIACION NOF

$$= (INVENTARIOS1 - INVENTARIOS0) \\ + (CLIENTES1 - CLIENTES0) - (PROVEEDORES1 \\ - PROVEEDORES0)$$

4.4 WEIGHT AVERAGE COST OF CAPITAL

El *"Weight Average Cost of Capital"*, (de ahora en adelante, WACC) se puede definir de diversas maneras. De hecho, el profesor Pablo Fernández en uno de sus capítulos de su obra, considera que *"el WACC es simplemente la tasa a la que se debe descontar el FCF para obtener el valor de las acciones que proporciona el descuento de los flujos para el accionista"*. (Fernández ,2016).

Asimismo, el profesor Fernández da varios argumentos para sostener que en numerosas ocasiones la definición de WACC es empleada de forma errónea, ya que considera que no es un coste como tal y dice su definición básica.

No obstante, para la formulación de este trabajo y para la valoración de nuestra compañía, vamos a tener en cuenta las definiciones que hemos oído a lo largo de la carrera sobre el WACC, que consideran que, el coste medio del capital es el coste de lo que le cuesta financiarse a la empresa, con independencia de que esta financiación sea ajena o propia.

Es un cálculo muy importante para la empresa, ya que marca el punto a partir del cual la empresa obtiene rentabilidad por sus inversiones. No tendría sentido que la empresa pagase más por la financiación de sus recursos que lo que obtiene como rentabilidad de las inversiones que realiza.

Para el cálculo del WACC se utiliza la siguiente ecuación:

$$WACC = Ke \times \frac{E}{E + D} + Kd \times (1 - t) \times \left(\frac{D}{E + D}\right)$$

Siendo:

- Kd: el coste de la deuda (recursos ajenos)
- D: Deuda de la empresa
- Ke: el coste de los recursos propios de la empresa
- E: Recursos propios de la empresa
- t: la tasa impositiva

A continuación, vamos a pasar a comentar detalladamente las distintas variables que componen la ecuación del WACC y su respectivo cálculo.

4.4.1 Coste de la deuda (kd).

El coste de los recursos ajenos es algo más explícito que el de los recursos propios al quedar normalmente recogido en el contrato de préstamo o de cualquier otra naturaleza de deuda. Es el coste que tiene que soportar la empresa para poder realizar su actividad a través de recursos ajenos (créditos, préstamos, emisión de deuda...).

En el caso de que no se tuviera acceso a los contratos y la única información disponible fuese la que reflejan las cuentas anuales, se podría estimar el coste de la deuda al comparar los gastos financieros de la empresa con sus saldos de deuda en el balance a principio y a finales de año. (Álvarez plaza, 2020)

Para la valoración de nuestra empresa Joma, en primer lugar, partimos de los datos de gastos y deuda financieros del balance correspondientes a los dos últimos años:

	2017	2018
GASTOS FINANCIEROS	1.585.067,07	1.379.113,50
DEUDA FINANCIERA	65.509.294,61	77.044.633,32

Tabla 5. Partidas de Deuda y Gastos financieros Joma Sport SA (en €)

Fuente: Elaboración propia

Una vez obtenidos los datos de los Estados Financieros, realizamos la siguiente operación:

$$Kd = \frac{GASTOS\ FINANCIEROS\ 2018}{\frac{(DEUDA\ FINANCIERA\ 2017 + DEUDA\ FINANCIERA\ 2018)}{2}}$$

Cálculo del coste de la deuda

Deuda financiera 2017	65.509.294,61
Deuda financiera 2018	77.044.633,32
Media	71.276.963,97
Gastos financieros 2018	1.379.113,50
Kd	1,93%

Tabla 6. Cálculo del coste de la deuda.

Fuente: Elaboración propia

Esto nos da un coste de la deuda de un 1,93%. El coste de la deuda, para calcular la WACC una vez obtenidos los cálculos necesarios, habría que multiplicarlo por 1- la tasa impositiva para calcular el coste efectivo real de la deuda teniendo en cuenta el ahorro fiscal que generan los gastos financieros.

$$KD * (1 - T)$$

4.4.3 Coste de los recursos propios (Ke)

El coste de los recursos propios, como indica el profesor Álvarez plaza en sus explicaciones, es el coste que tiene la empresa para financiar sus proyectos de inversión a través de los recursos financieros propios. (Álvarez Plaza, Cunef 2020)

Técnicamente hablando, se identifica con la rentabilidad esperada por los accionistas de una empresa. Para hacer una estimación de este valor vamos a utilizar el modelo matemático Capital Asset Pricing model, (de ahora en adelante, CAPM).

Este modelo considera que el coste del capital se calcula como la suma del activo libre de riesgo (R_f) y la prima de riesgo asociada al mercado en el que cotiza el activo, multiplicada por Beta, que indica la sensibilidad del activo ante el riesgo del mercado.

La formula quedaría de la siguiente manera:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

Donde:

- R_f : Es el rendimiento de un activo libre de riesgo.
- R_m o E_m : Es la rentabilidad esperada del mercado
- β : es el coeficiente de volatilidad
- $E_m - R_f$: Es la prima de riesgo asociada al mercado

Rentabilidad del activo libre de riesgo (R_f):

Se corresponde a la rentabilidad libre de riesgo (de ahora en adelante, R_f), es decir, a la rentabilidad esperada en activos con reducida probabilidad de insolvencia o impago. Este activo normalmente se asocia a la deuda pública de un país, que en el caso de España estaría representado por los bonos del estado a largo plazo. La rentabilidad o TIR de dicho bono será el tipo de referencia considerado como rentabilidad del R_f . (García Estevez, 2018)

Para realizar nuestra valoración de Joma, vamos a tomar como referencia la rentabilidad del bono español a 10 años, ya que es considerado el activo más líquido y el que más información nos ofrece a la hora de llevar una inversión.

Cabe destacar que, hoy en día, a la vez que estamos realizando este trabajo (marzo 2020) en España estamos sufriendo una incertidumbre económica, política y social enorme debido a la crisis sanitaria del Coronavirus, que, en el contexto de Estado de Alarma en el que nos encontramos, está provocando muchísima inestabilidad en el plano económico, en el que todos los valores que cotizan en bolsa o en algún mercado

están sufriendo variaciones muy drásticas y repentinas que no reflejan del todo la realidad. Por lo que cada día, es una nueva incertidumbre de cara al mercado, y esto también afecta a los valores de deuda publica del país.

Es por esto por lo que, es probable que los valores que hoy en día marcan en el banco de España sobre la rentabilidad del bono español a 10 años no tengan nada que ver con el que era hace unas semanas o con el que, esperemos, que será dentro de unos meses.

Al igual que para esto, cabe mencionar que el efecto de la crisis del coronavirus por la que estamos haciendo frente, puede provocar resultados ambiguos en el resto de la valoración restante.

No obstante, para la valoración de este TFG, vamos a interpretar que la rentabilidad del bono español a 10 años se va a mantener constante durante los próximos años. Por ello, vamos a tomar el valor actual como referencia para analizar los cinco periodos posteriores.

Según los datos proporcionados en el banco de España y en investing en la fecha actual, última semana de marzo, la rentabilidad de los bonos del estado en España a 10 años es de 0,72%. Por tanto, nuestra R_f en la valoración de joma es igual a 0,72%. (Banco de España, 2020)

Prima de riesgo

Para calcular la Rentabilidad que ofrece el mercado en el que opera Joma, vamos a hacer una estimación de la Prima de Riesgo asociada a este, y mediante esta, sacaremos la Rentabilidad esperada del mercado (R_m), ya que la prima de riesgo es la diferencia entre la rentabilidad de mercado y la rentabilidad libre de riesgo (R_f , que ya conocemos).

$$\text{Prima de Riesgo de mercado} = R_m - R_f$$

Para calcular la prima de riesgo del mercado, lo primero que se preguntan autores como Pablo Fernández es, “¿Qué rentabilidad adicional exijo a una inversión diversificada en acciones por encima de la que ofrece la renta fija? Esta pregunta es clave ya que nos ayudará a determinar la rentabilidad exigida a las acciones de la empresa. (Fernández, 2015)

Hay bastante controversia con respecto al calculo de la prima de riesgo de mercado. En su misma obra, Fernández considera que los dos principales problemas sobre ello son:

- Que la prima de riesgo no es igual para todos los inversores
- Que no es un dato observable

A la hora de calcular la prima de riesgo del mercado hay que atender a los 4 posibles conceptos de ella que existen:

- PRM Histórica
- PRM Esperada
- PRM Exigida
- PRM Implícita

Esto produce cierta confusión para su cálculo debido a que, como ya hemos dicho anteriormente, las expectativas de los inversores son heterogéneas, al contrario que lo que se presupone en el modelo CAPM y en la mayoría de los modelos financieros, en donde las expectativas de los inversores son homogéneas. (Fernández,2017)

Por lo tanto, hay diferentes maneras para calcular la prima de riesgo del mercado o, se pueden tomar distintas como válidas según lo que busques.

Aunque ha sido objeto de critica por numerosos autores, para el calculo de la prima de riesgo de mercado de Joma, vamos a utilizar como referencia una encuesta realizada por Pablo Fernández, Javier Aguirreamalloa y Luis Corres, profesores del IESE business school en la universidad de navarra, en el que realizaban una encuesta a directivos,

Valoración de una empresa: Joma

analistas y profesores de la universidad sobre las primas de riesgo que utilizaban ambos grupos.

Como resultado promedio, la prima de riesgo utilizada por las empresas es de un 6,1%, por los analistas de un 5,6% y por los profesores de un 5,5%. (Fernández, Aguirreamalloa y Corres, 2011)

Para la valoración de nuestra empresa, y dado que vamos a tratar de valorar la compañía desde una perspectiva de analistas, vamos a tomar como óptima la prima de riesgo promedio utilizada por los analistas de 5,6%.

Por lo que, nuestra prima de riesgo del mercado será de 5,6%

De manera que, despejando de la ecuación $R_m - R_f = \text{Prima de riesgo mercado}$ obtenemos que:

$$R_m = R_f + \text{Prima de riesgo mercado} = 0,72\% + 5,6\% = 6,32\%$$

Beta

La beta, como hemos definido brevemente con anterioridad, mide el grado de variabilidad de la rentabilidad de una acción respecto a la rentabilidad promedio del mercado en el que opera. La beta mide el riesgo “sistemático” o no diversificable, nos indica la variación o sensibilidad de la rentabilidad del activo en relación con la del mercado. (Puig, n.d)

BETA > 1	EL RIESGO DE LA COMPAÑÍA ES SUPERIOR AL DE MERCADO
BETA = 1	EL RIESGO DE LA COMPAÑÍA ES SIMILAR AL RIESGO DE MERCADO
BETA < 1	EL RIESGO DE LA COMPAÑÍA ES INFERIOR AL RIESGO DE MERCADO

Tabla 7. Distintos valores que puede tomar Beta

Fuente: elaboración propia

En resumen, cuanto mayor sea la Beta de una acción, mayor será su riesgo sistemático.

La forma matemática de calcular la beta sería mediante el cociente entre la covarianza de la rentabilidad del título y la rentabilidad del mercado dividido por la varianza de los rendimientos del mercado.

$$\beta = \frac{COV(R_i; R_m)}{Var(R_m)}$$

No obstante, es un método bastante complejo de realizar que no corresponde con el objetivo principal de este TFG, por lo que, para tratar de hacer una estimación precisa de la beta de cara a nuestra valoración de Joma, y tomando como válida la premisa de *Damodaran* que considera que las betas calculadas de un sector oscilan en menor medida que las de la empresa (*Damodaran, 2001*), vamos a tomar como válida la Beta desapalancada del sector y con ella calcularemos la beta apalancada con la estructura de capital óptima de nuestra empresa.

Cabe tener en cuenta que, otros autores, se suman a la premisa de *Damodaran* considerando que existen numerosas críticas al respecto del hecho de utilizar betas calculadas para la realización del WACC.

Fernández, junto a Carabias, en su capítulo titulado *“el problema de calcular betas calculadas”* expone como principales problemas:

- Que las betas cambian mucho de un día para otro
- Que dependen de qué índice bursátil se tome como referencia
- Que dependen mucho de qué periodo histórico se utilice para su cálculo (5 años, 3 años...)
- Que dependen de qué rentabilidades (mensuales, anuales...) se utilicen para su cálculo
- -Que no podemos saber con exactitud si la beta de una empresa es superior o inferior a la beta de otra

- Que las betas calculadas tienen muy poca relación con la rentabilidad posterior de las acciones
- Que la correlación de las regresiones utilizadas para calcular las betas son muy pequeñas

(Fernández y Carabias, 2007)

La conclusión de esto es que usar las betas calculadas con datos históricos no es una buena medida, ya que es muy arriesgado y es una fuente de enormes errores. Hay autores que utilizan la rentabilidad exigida para su valoración, otras betas calculadas, y una parte muy pequeña de ellos justifican las betas que utilizan empleando únicamente la sensatez.

Sin embargo, para continuar con el cálculo del WACC mediante el modelo CAPM, y teniendo en cuenta que Joma es una empresa que al no cotizar en bolsa no tenemos información sobre los rendimientos del mercado de esta compañía, vamos a tomar la beta desapalancada correspondiente al sector del Retail de la distribución propuesta por Damodaran en su archivo de betas para 2020, que es la que más se asemeja al sector en el que opera JOMA. (Damodaran, 2020)

Dicha Beta tiene un valor de:

β_u : 0,88

A continuación, mediante la siguiente ecuación, calcularemos la beta apalancada de nuestra empresa.

$$\beta_l = \beta_u \times \left(1 + \left(\frac{D}{E} \times (1 - T)\right)\right)$$

Donde:

- β_u : Es la beta desapalancada
- D: Valor actual de la deuda
- E: Equity (Capitalización bursátil actual)
- T: Tasa de impuestos

Deuda financiera 2018	77.044.633,32
RRPP 2018	127.640.321,56
Tasa impositiva	22,5%
β_u	0,88
β_l	1,29

Tabla 8. Cálculo de la beta apalancada. (en €)

Fuente: elaboración propia.

Esto nos da un resultado de una Beta apalancada de 1,29, que es la que usaremos para el cálculo de nuestra valoración.

Una vez obtenido este dato, tenemos todos los componentes para poder calcular el coste de los recursos propios (K_e)

$$K_e = 0,72\% + (6,32\% - 0,72\%) * 1,29 = 7,94\%$$

4.4.4 Pesos relativos

A continuación, solo nos faltarían obtener los pesos correspondientes al equity y a la deuda para tener todos los datos para poder calcular el WACC.

Lo más correcto sería utilizar los valores de mercado de estos, pero dado que no tenemos acceso a ellos, vamos a tomar como referentes los valores contables respectivos a los recursos propios y a la deuda financiera del periodo actual.

	VALOR	PROPORCIÓN %
Recursos propi	127.640.321,56	62%
Deuda Financie	77.044.633,32	38%
Total	204.684.954,89	100%

Tabla 9. Proporción recursos propios y deuda financiera (en €)

Fuente: Elaboración propia

4.4.5 Cálculo WACC

Tras la obtención de todas las variables y componentes requeridos para calcular el calculo del WACC, vamos a determinar la tasa de descuento con la que vamos a descontar los flujos de caja libre para nuestra valoración, con la finalidad de calcular el Enterprise Value final de la compañía.

$$WACC = K_e \times \left(\frac{E}{E + D} \right) + K_d \times (1 - t) \times \left(\frac{D}{E + D} \right)$$

De donde tenemos:

Kd	1,93%
ke	7,94%
%RRPP	62%
%DEUDA	38%
Impuestos	22,61%

Tabla 10. Componentes Wacc

Fuente: elaboración propia

Por lo tanto:

$$WACC = 7,94\% \times 62\% + 1,93\% \times (1 - 22,61\%) \times 38\% = 5,52\%$$

4.5 CÁLCULO DEL VALOR RESIDUAL.

Cuando iniciamos la valoración de una empresa y determinamos el número de periodos a proyectar los flujos de caja futuros, debemos tener en consideración la premisa fundamental de “empresa en funcionamiento” por lo que se presupone que la empresa seguirá operando y generando flujos de caja de manera ilimitada en el tiempo.

En consecuencia, surge el término del valor residual, que se define como el valor futuro de los flujos de caja esperados por la empresa en el resto de su vida infinita tras el periodo proyectado. (A.Rojo, Alonso, y Casado, 2012)

Por tanto, el valor residual será el valor de la empresa a perpetuidad.

Para su cálculo, hay distintas maneras de poder estimarlo, pero la más utilizada para los métodos de valoración de empresas mediante el DFC es estimarla mediante el último flujo de caja estimado teniendo en cuenta dos variables, la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) y el propio WACC que hemos calculado.

$$VR = \frac{FCLn \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Donde:

- VR: Valor Residual
- FCLn: es el último flujo de caja libre estimado
- g: tasa de crecimiento a perpetuidad
- WACC: Coste medio ponderado del capital o tasa de descuento

Una variable que merece explicación es la tasa de crecimiento (g). siguiendo la premisa de la empresa en funcionamiento, se supone que la empresa debe crecer en el tiempo a una tasa de crecimiento constante. Esto es algo difícil de calcular para empresas o sectores ya que están en constante evoluciones y cambios. Por ello, se tiene en cuenta que la empresa va a crecer al mismo nivel que lo hace la economía del país (PIB), para evitar así el proceso de la inflación y considerar esa tasa de manera perpetua. (A.Rojo, Alonso, y Casado, 2012)

Por tanto, según los datos macro publicados en el periódico “El expansión”, que indican que la previsión de crecimiento del PIB español va a ser de un 2%, vamos a tomar esa tasa como nuestra estimación de la tasa de crecimiento de Joma a perpetuidad.

Nuestras correspondientes variables quedarían de la siguiente manera:

FCL 2023	25.361.908,06
WACC	5,52%
g	2,0%
V. Residual	735.454.134,97

Tabla 11. Componentes valor residual (en €)

Fuente: Elaboración propia

De esta manera, aplicando la fórmula, obtenemos un valor residual de 735.454.134,97€

4.6 ENTERPRISE VALUE (EV)

Una vez se ha realizado todos los pasos correspondientes del DFC para la valoración de nuestra empresa y teniendo todas las variables relevantes a utilizar, podemos pasar al paso final de la valoración que es el calculo del Valor final de la compañía (ENTERPRISE VALUE), que sería nuestra estimación final al valor total de la compañía Joma atribuible a accionistas y acreedores. (Peiro Ucha)

Valoración de una empresa: Joma

Para calcular este valor final, lo que debemos realizar es descontar los flujos de caja de los 5 próximos años proyectados desde el actual divididos entre el coste del capital que hemos calculado con detalle anteriormente (WACC).

La formula quedaría de la siguiente manera:

$$EV = \frac{FCL1}{(1 + WACC)} + \frac{FCL2}{(1 + WACC)^2} + \frac{FCL3}{(1 + WACC)^3} + \frac{FCL4}{(1 + WACC)^4} + \frac{FCL5 + VR}{(1 + WACC)^5}$$

Siendo:

- FCL1 el flujo de caja correspondiente al primer año proyectado (2019), y FCL5 el correspondiente al último periodo de proyección (2023)
- WACC: Nuestro coste medio del capital o tasa de descuento
- VR: Valor residual

Nuestros datos quedarían de la siguiente manera:

	2019	2020	2021	2022	2023
FCL	38.244.048	18.569.793	20.611.958	22.868.623	25.361.908
VR					735.454.135

Tabla 12. Flujos de caja libre y valor residual de JOMA (en €)

Fuente. Elaboración propia.

Realizando la formula anterior descontando estos flujos de caja a nuestra tasa de descuento, obtenemos el siguiente Enterprise value de la compañía JOMA

$EV = 670.560.933,89 \text{ €}$

Este sería el valor total de la empresa para todos sus acreedores financieros (bancos y suministradores de deuda) y para los accionistas (inversores).

Si quisiésemos obtener el equity o capitalización de la compañía, habría que restarle la deuda financiera neta (DFN) al Enterprise value. En nuestro caso, al poseer más tesorería que deuda, la DFN es negativa, y por tanto el valor del equity es superior al Enterprise value.

EV	670.560.933,89 €
DEUDA FINANCIERA	77.044.633,32 €
TESORERIA	98.067.639,35 €
DEUDA FINANCIERA NETA	-21.023.006,03 €
CAPITALIZACIÓN (O EQUITY)	691.583.939,91 €

Tabla 13. Cálculo de la capitalización de Joma.

Fuente: elaboración propia

4.7 ANÁLISIS SENSIBILIDAD

Hemos estimado el valor de la empresa Joma mediante el método del descuento de flujos de caja. Sin embargo, como hemos ido comentando a lo largo de la realización del trabajo, valorar una empresa es una tarea bastante compleja y subjetiva que exige muchas veces tomar decisiones dependiendo del caso que más se adopte a tu objetivo de valoración y del cual se pueden usar distintas vías para su alcance.

Es por eso por lo que, para nuestra valoración y estimación de nuestras proyecciones de flujo de caja, hemos utilizado las hipótesis que considerábamos más oportunas para nuestra empresa.

Por ello, consideramos que es preciso realizar un análisis de sensibilidad modificando algunas de las variables más relevantes con las que hemos obtenido el valor de la compañía, para poder así obtener un rango de valoración mas preciso el cual nos permite movernos en un margen de error posible.

Para ello, hemos considerado relevantes las variables del coste del capital o tasa de descuento (WACC) y la tasa de crecimiento (g), y partiendo de nuestra tasa de descuento y crecimiento correspondientes, hemos incrementado y disminuido ambas variables para comprobar así las respectivas variaciones que el valor total de la compañía sufre.

Valor de la empresa Joma		WACC				
		4,52%	5,02%	5,52%	6,02%	6,52%
G	1,20%	730.900.126,29	635.644.056,36	562.784.874,50	504.460.095,23	457.379.322,00
	1,60%	818.584.736,51	699.479.868,85	611.170.530,03	542.149.684,78	487.484.454,92
	2,00%	934.105.730,92	780.225.830,34	670.560.933,89	587.339.690,17	522.917.929,94
	2,40%	1.093.219.553,41	885.627.047,25	745.192.159,49	642.516.437,08	565.231.691,38
	2,80%	1.326.339.804,97	1.029.010.684,66	841.794.437,06	711.401.692,55	616.645.186,46

Tabla 14. Análisis de sensibilidad (en €)

Fuente: Elaboración propia

Según los distintos escenarios planteados, como es evidente, el escenario más pesimista nos sale cuando planteamos la WACC más elevada (6,52%) y la tasa de crecimiento más baja (1,20%) dándonos un valor total de la empresa de 457.379.322,00 €

Por el contrario, el escenario más optimista nos sale cuando la WACC es la menor posible (4,52%) y la tasa de crecimiento más alta (2,80%), dándonos un valor de la empresa total de 1.326.339.804,97 €

No obstante, para acotar un poco este rango, consideramos que los valores mas representativos en línea con nuestra valoración son aquellos sombreados en naranja, por ello el rango óptimo que vamos a considerar es el que va del valor mas pequeño al mas grande de este recuadro.

De modo que podríamos definir que el valor total (EV) de Joma estaría comprendido entre 542.149.684,78 € - 885.627.047,25 €.

5. METODO DE VALORACION DE MULTIPLOS

Siguiendo con la línea del apartado del análisis de sensibilidad, el valor de una empresa difiere mucho dependiendo del método con el que calcules el mismo.

Como ya sabemos, hay distintos métodos posibles para realizar una estimación del valor de una empresa, y tomar cómo válido el valor calculado con uno solo de ellos puede

llevar a ciertos errores o controversias en la valoración, por ello, es frecuente comparar unos con otros en cierta medida para ver diferencias de un método a otro y poder extraer conclusiones.

En este apartado vamos a realizar una breve valoración sobre la compañía Joma mediante el método de valoración de múltiplos comparables.

El método de valoración de múltiplos comparables es un método que se basa en intentar estimar el valor total de una compañía basándose en la comparación de ciertos ratios con empresas similares que si que se conoce su valor.

Los pasos que hay que seguir para aplicar esta metodología son:

1. Establecer el peer group, el peer group es un conjunto de empresas del mismo sector y con características similares a la empresa que queremos valorar.
2. Seleccionar la ratio adecuado. Cada sector suele tener un ratio característico, por ejemplo, el sector hotelero utiliza el Revpack que mide los ingresos por habitación, el sector informático utiliza el clicbaner... Sin embargo, cuando no se sabe la ratio adecuado existe un conjunto de ratios que pueden ser aplicados a todos los sectores. Algunos de estas ratios pueden ser el EV/EBITDA, el EVS, el PER...
3. Una vez seleccionado la ratio a utilizar, calculamos esta ratio para cada miembro del peer group seleccionado.
4. Calculamos la media de los resultados obtenidos
5. Multiplicamos la media obtenida por el denominador de la ratio y obtenemos el valor de la empresa.

(Apuntes de la asignatura valoración de empresas, García Estévez, Cunef 2018)

En cuánto a las principales ventajas de este modelo pueden ser, la sencillez de la valoración una vez determinas las empresas comparables. Con cierta rapidez puedes tener una valoración de tu empresa. Este método también presupone que el mercado proporciona toda la información relevante a los inversores para realizar la valoración y,

por último, es un método muy útil si previamente has realizado la valoración de empresas mediante el descuento de flujos de caja ya que te permite comparar los resultados obtenidos entre ambos. (Pérez Acevedo, 2017)

Sin embargo, los principales inconvenientes de este método son, en primer lugar, la dificultad de encontrar empresas comparables. Este método requiere determinar un número de empresas que compartan características similares a la empresa a valorar, lo cual requiere mucho tiempo y posibles errores debido a la subjetividad de la elección por el valorador. (Pérez Acevedo, 2017)

Otro inconveniente podría tratarse de la confusión que puede generar este método ya que obtendremos un valor diferente de la empresa objetivo para cada ratio de la empresa, esto puede generar confusión en la valoración. (Pérez Acevedo, 2017)

5.1 SELECCIÓN GRUPO COMPARABLES

Para establecer el grupo de comparables con Joma (Peer group) hemos estado realizando un largo trabajo de investigación para poder extraer de manera más precisa las empresas más similares en cuanto a sus líneas de negocio, estructura financiera, de capital etc.

Después de valorar todas las alternativas hemos considerado que la mejor opción es coger a 4 de las grandes empresas del Sector del textil/calzado deportivo del mundo como son Nike, Adidas, Under Armour y Puma.

Una de las principales opciones que valorábamos era la de seleccionar a 4 empresas más pequeñas situadas en España que no cotizaban en bolsa pero esta valoración resultaba más compleja ya que habría que buscar transacciones privadas (M&A) sobre dichas empresas y usar el precio pagado en dicha transacción para generar los ratios, cosa que no constituye el objeto principal del presente trabajo e iba a llevarnos mucho tiempo, por lo que hemos optado por tomar como Peer Group las compañías internacionales cotizadas Nike, Adidas, Under Armour, Puma.

5.2 SELECCIÓN MÚLTIPLOS COMPARABLES

Como hemos dicho anteriormente, vamos a utilizar algunos de los ratios más típicamente usados para todos los sectores como son El PER, y la ratio EV/EBITDA.

5.2.1 PER

El PER es uno de los indicadores más comunes y utilizados para valorar una acción y para así conocer la situación financiera de una empresa.

El PER nos indica el número de veces en las que el beneficio está comprendido en el precio de la acción, es decir, la cantidad de años que tardaríamos en recuperar la inversión teniendo en cuenta los beneficios de la empresa. Un PER elevado significa que los inversores están pagando más por cada unidad de beneficio, que la acción se encuentra sobrevalorada y que la compañía tiene expectativas de crecimiento. (Pérez Sánchez, 2016)

La forma de calcular el PER es la siguiente:

$$PER = \frac{PRECIO DE COTIZACIÓN DE LA ACCIÓN}{BENEFICIO POR ACCIÓN}$$

En la siguiente tabla mostraremos el PER del peer group de Joma en el periodo que va de 2019 a 2022.

PER del Peer Group de Joma

	2019	2020	2021	2022
Nike	31	35,6	30,7	24,6
Adidas	29	25,2	18,7	17,1
Under armour	108	337	32,7	19,2
Puma	38,8	33	22,6	18,6

Tabla 15. Ratio del PER del peer group de Joma

Fuente: MarketScreener.y elaboración propia

A continuación, realizamos la media del PER de las empresas comparables para los años 2019-2021 y mediante esa ratio, y el beneficio neto de Joma, multiplicándolos, estimaremos el Valor de la empresa Joma.

PER	2019	2020	2021
Media de las comparables	51,70	107,70	26,18
Beneficio neto Joma	20.049.330,01 €	22.538.343,44 €	25.259.693,16 €
Valor de Joma	1.036.550.361,52 €	2.427.379.588,49 €	661.172.468,46 €

MEDIA 3 años	1.375.034.139,49 €
--------------	--------------------

Tabla 16. Valoración de Joma mediante el múltiplo PER

Fuente: Marketscreener y elaboración propia

Si hacemos la media de los 3 años que hemos calculado el valor de la empresa Joma mediante el múltiplo del PER, nos da un valor de 1.375.034.139,49 €, el cual comparándolo con el valor que hemos obtenido mediante el Descuento de flujos de Caja (670.560.933,89 €) nos da un resultado bastante mayor, lo cual puede ser debido a que las empresas comparables poseen una capitalización bursátil y un volumen de negocio superior al de la empresa Joma, al tratarse de compañías cotizadas y de mayor tamaño.

5.2.2 EV/EBITDA

Esta ratio nos muestra el valor de la empresa sobre los recursos que genera la misma con independencia de como esté financiada (por eso se excluyen los intereses y los impuestos, la tasa impositiva y la amortización). Está relacionado con el resultado operativo de la empresa, con los recursos que esta es capaz de generar. Al no incluir la amortización elimina la controversia que genera las diferentes políticas contables de amortización, por eso es una ratio muy utilizado para comparar empresas de distintos países. Con el calculo de este múltiplo vamos a obtener información acerca de la capacidad que tiene la compañía de generar flujos de caja. (Apuntes de la asignatura valoración de empresas, García Estévez, Cunef 2018 y Fernández)

La forma de calcular el EV/EBITDA es la siguiente:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{(CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL + DEUDA NETA)}{EBITDA}$$

A continuación, mostramos la ratio EV/EBITDA del peer group de Joma en el periodo que va de 2018 a 2021.

EV/EBITDA	2018	2019	2020	2021
Nike	19,43	22	26,1	22,5
Adidas	15,01	15,92	11,9	9,81
Under armour	21,3	22,6	16	9,54
Puma	17,51	22,51	12,3	9,53

Tabla 17. Ratio EV/EBITDA del peer group de Joma

Fuente: Marketscreener/invertiren bolsa.info /gurufocus/finbox y elaboración propia

Ahora, siguiendo los mismos pasos que con el realizado mediante el PER, realizamos la media del EV/EBITDA de las empresas comparables para los años 2019-2021 y mediante esa ratio y el Ebitda de Joma, estimaremos el Valor de la empresa JOMA.

EV/EBITDA	2019	2020	2021
Media de las comparables	20,76	16,58	12,85
Ebitda de Joma	29.389.439,53 €	32.347.378,68 €	35.603.023,55 €
Valor de Joma	610.051.290,95 €	536.157.801,63 €	457.320.837,48 €

MEDIA 3 años	534.509.976,69 €
---------------------	-------------------------

Tabla 18. Valoración de Joma mediante el múltiplo EV/EBITDA

Fuente: elaboración propia.

Si realizamos la media de los 3 años calculados por el múltiplo EV/EBITDA igual que para el PER, nos da un valor de 534.509.976,69 €, el cual comparándolo con el valor que hemos obtenido mediante el descuento de flujos de caja (670.560.933,899 €) nos da un valor algo más similar, cosa que indica que nuestra valoración es representativa.

6. CONCLUSIONES

Tras la realización de este trabajo, y después de haber llevado a cabo el trabajo de investigación en la materia correspondiente sobre el mismo, podemos obtener las siguientes conclusiones:

- Valorar cualquier empresa o negocio es algo muy complejo ya que, está condicionado por muchos factores los cuales son muy cambiantes e inciertos.
- La valoración de una empresa es una valoración muy subjetiva la cual se puede desarrollar mediante distintos métodos y tomando distintas hipótesis. Entran en juego numerosos factores tanto externos como internos de la empresa los cuales algunos puedes conocer, extraer o estimar y otros no.
- En base a lo anterior, esto implica que se pueden usar distintas vías de cara a valorar una empresa siempre y cuando seas firme en tus argumentos.
- Considerar el valor de la empresa en base a un solo método puede no ser representativo por lo que es preciso combinar o comparar con otros métodos para poder tener una valoración más efectiva
- El descuento de flujos de caja exige realizar hipótesis para estimar los datos de años futuros, las cuales son muy subjetivas por lo que te puede llevar a muchos escenarios distintos, mientras que el método de múltiplos comparables no es tan subjetivo, que no quiere decir que sea mejor.
- La valoración de una empresa no puede tomarse como un valor fijo u absoluto, sino que hay que tomarla como un valor orientativo, por ello es de gran utilidad realizar un análisis de escenarios para poder tener un rango más amplio de valoración
- Los resultados obtenidos mediante el método del Descuento de Flujos de caja nos dan un valor de la empresa de 670.560.933,89 €, que se encuentra entre medias del valor que hemos obtenido mediante los dos múltiplos comparables PER y EV/EBITDA, (1.375.034.139,49 € y 534.509.976,69 € respectivamente)

- La compañía Joma se encuentra en una fase de consolidación y crecimiento y haciéndose cada vez más fuerte en el sector, por lo que se prevén grandes expectativas de futuro

7. BIBLIOGRAFÍA

Álvarez Plaza , Jaime, J. (2020) *Cunef Canvas. Nota técnica coste del capital, cunef 2020*.

Disponible en: <<https://cunef.instructure.com/courses/2468/files?preview=173214>>

[Consultas: 3 de marzo de 2020]

Andreff, W. y Szimansky, S. (2016). *Handbook on the Economics of Sport*. Edward Edgar Publishing Limited (pp 27-38) [Consulta: 29 de febrero de 2020]

Banco de España. (2020). *Banco de España. Síntesis de indicadores*. Disponible en: <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/si_1_2.pdf> [consulta: 26 de marzo]

Damodaran, A. (2001), "The dark side of valuation" *Financial Times- Prentice Hall, Nueva Jersey*, disponible en: < <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> > [Consulta: 1 de abril de 2020]

Damodaran, A. (2020). *Box. "Betas Damodaran 2020 por sectores"* disponible en < <https://app.box.com/s/dymk0hu31u0ahhv1jnwruklv9nfhr1w6> > [Consulta: 20 de marzo de 2020]

Equipo Singular Bank. (2019) *Self Bank. "CAGR: Tasa de crecimiento anual compuesto"* disponible en: <<https://blog.selfbank.es/cagr-tasa-de-crecimiento-anual-compuesto/>> [Consulta : 10 de marzo de 2020]

Expansión, datos macro. (2019), *Expansión. "PIB de España, Producto interior bruto"* disponible en < <https://datosmacro.expansion.com/pib/espana> > [Consulta : 29 de marzo]

Fernández, P (2016) *SSRN. "Valoración de empresas y sensatez"* disponible en: <<https://web.iese.edu/PabloFernandez/LibroVyS/Indice.pdf> >

Fernández, P, Aguirreamalloa, J, Corres, L. (2011). *Researchgate. IESE Business school, universidad de Navarra. "Prima de riesgo del mercado utilizada para España : Encuesta 2011"* disponible en:

<https://www.researchgate.net/publication/237137814_Prima_de_riesgo_del_mercado_utilizada_para_Espana_Encuesta_2011> [Consulta : 16 de marzo de 2020]

Fernández, P. (2006). *SSRN. Valoración de empresas y sensatez, "Prima de Riesgo del Mercado: Histórica, Esperada, Exigida e Implícita"* disponible en: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=897676> [consulta : 27 de marzo]

Fernández, P. (2010). *SSRN. Valoración de empresas y sensatez, "WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores"* disponible en: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1633408> [Consulta: 15 de marzo de 2020]

Fernández, P. (2012). *SSRN. Valoración de empresas y sensatez, "Valoración de de empresas por descuento de flujos"* disponible en: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2089397> [Consulta: 10 de marzo de 2020]

Fernández, P. (2014). *SSRN. Valoración de empresas y sensatez, "CAPM: un modelo absurdo"* disponible en: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2499455> [Consulta: 18 de marzo de 2020]

Fernández, P. y Carabias, María, J. (2007). *IESE Business school, universidad de Navarra. "El peligro de usar betas calculadas" Documento de investigación.* disponible en: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>> [Consulta: 19 de marzo]

Finbox (2020). *Finbox "UNDER ARMOUR, INC" EV/EBITDA ratio over the last five years.*
Disponible en: < https://finbox.com/NYSE:UA/explorer/ev_to_ebitda_ltm > [Consulta :
12 de abril de 2020]

GuruFocus (2020). *GuruFocus. "PUMA SE" EV/EBITDA ratio Historical data.* disponible
en: <<https://www.gurufocus.com/term/ev2ebitda/PMMAF/EV-to-EBITDA/Puma%20SE>> [Consulta: 12 de abril de 2020]

Horne, J. Tomlinson, A. Whannel, G. (1999) *Understanding Sport. An introduction to the Sociological and Cultural Analysis of Sport.* J&L Compisition Ltd. (Chapter nine: Commercialization and the political economy of sport) [Consulta: 2 de marzo de 2020]

Informa (2019, actualizado en 2020) *Informa. Informe comercial completo Joma Sport S.A*
Disponible en:
<https://app.informa.es/es/producto_completo/informe_comercial/4043645>
(Descargado en PDF) [Consulta: 28 de marzo de 2020]

Invertiren bolsa (2020). *Invertiren bolsa.info. "NIKE, INC" Datos históricos de Nike. EV/EBITDA ratio.* Disponible en:
<<https://www.invertiren bolsa.info/historicodividendos/empresa/nike>> [Consulta: 12 de abril de 2020]

Invertiren bolsa (2020). *Invertiren bolsa.info. "ADIDAS AG" Datos históricos de Adidas. EV/EBITDA ratio.* Disponible en:
<<https://www.invertiren bolsa.info/historicodividendos/empresa/adidas>> [Consulta: 12 de abril de 2020]

Joma Sport. (n.d). *Joma. Historia.* Disponible en: <<https://www.joma-sport.com/es/historia>> [Consulta: 28 de marzo de 2020]

Lacort, J. (2017). *Hipertextual*. “Fructuoso, el emprendedor que compite con Nike desde Portillo de Toledo”. Disponible en: <<https://hipertextual.com/2017/04/historia-de-joma>> [Consultas: 27 de marzo de 2020]

Marketscreener (2020). *Marketscreener*. “PUMA SE” Datos financieros. P/E RATIO. disponible en: < https://www.marketscreener.com/PUMA-SE-436505/?type_recherche=rapide&mots=puma > [Consulta: 10 de abril de 2020]

Marketscreener (2020). *Marketscreener*. “ADIDAS AG” Datos financieros. P/E RATIO. disponible en: < https://www.marketscreener.com/ADIDAS-AG-6714534/?type_recherche=rapide&mots=adidas > [Consulta: 10 de abril de 2020]

Marketscreener (2020). *Marketscreener*. “NIKE, INC” Datos financieros. P/E RATIO. disponible en: < https://www.marketscreener.com/NIKE-INC-13739/?type_recherche=rapide&mots=nike > [Consulta: 10 de abril de 2020]

Marketscreener (2020). *Marketscreener*. “UNDER ARMOUR, INC” Datos financieros. P/E RATIO. disponible en: < https://www.marketscreener.com/UNDER-ARMOUR-INC-39444/?type_recherche=rapide&mots=under%20armour > [Consulta: 10 de abril de 2020]

Márquez González, A. (2017), *Guía del experto contable*, “Valoraciones de empresas, el método del flujo de caja” disponible en: < https://ec.economistas.es/wp-content/uploads/sites/5/2019/11/REC_Gu%C3%ADa_1_Valoraci%C3%B3n_de_empresas_2017.pdf > [consulta : 29 de marzo de 2020]

Ministerio de cultura y deporte (2019). *Gobierno de España*. “Anuario de estadísticas deportivas 2019” Gasto en bienes y servicios vinculados al deporte de 2008 a 2017. Disponible en: < <https://www.culturaydeporte.gob.es/dam/jcr:dc406096-a312-4b9d-bd73-2830d0affb2d/anuario-de-estadisticas-deportivas-2019.pdf> > [Consulta: 20 de Febrero de 2020]

Ministerio de cultura y deporte (2019). *Gobierno de España. "Anuario de estadísticas deportivas 2019" Empresas vinculadas al deporte por actividad económica principal.* Disponible en: < <https://www.culturaydeporte.gob.es/dam/jcr:dc406096-a312-4b9d-bd73-2830d0affb2d/anuario-de-estadisticas-deportivas-2019.pdf> > [Consulta: 20 de Febrero de 2020]

Molina, G. (2019). Patrocinio Deportivo. El plan de éxito para lograr las asociaciones rentables en la era de la tecnología. Wanceleuen. (pp 9-22) [Consulta: 6 de marzo de 2020]

Orbis. (2020). *Catalogo Cisne UCM. Orbis. "Joma Sport SA"* disponible en : < <https://orbis-bvdinfo-com.bucm.idm.oclc.org/version-2020410/orbis/1/Companies/report/Index?format=standard&BookSection=DETAILEDFORMAT&seq=0> > [Consulta: 1 de marzo de 2020]

Palco 23 (2020) *Perfiles. Fructoso López.* Disponible en: <<https://www.palco23.com/directorios/perfiles/fructoso-lopez.html>> [Consulta: 9 de marzo de 2020]

Peiro Ucha, A. (n.d). *Economipedia. "Valor de la empresa (Enterprise Value)"* disponible en: <<https://economipedia.com/definiciones/valor-empresa-enterprise-value.html> > [Consulta: 25 de marzo]

Pérez Acevedo, S. (2017). *Rankia. "El poder de los múltiplos: una valoración rápida y sencilla"* disponible en <. <https://www.rankia.com/blog/teoria-value-investing-aplicada/3481415-poder-multiplos-valoracion-sencilla-rapida> > [Consulta: 16 de abril de 2020]

Pérez Sánchez, A. (2016), *Finanzas y Economía. "¿Cuál es la definición del PER?"* disponible en: <<https://www.finanzas.com/per-definicion> > [Consulta: 28 de marzo]

Pérez, A. (2016). *Prnoticias. Joma Sport: “El patrocinio aumenta la visibilidad de la marca”* disponible en: < <https://prnoticias.com/latam/actualidad-latam/20153475-joma-sports-patrocinio-visibilidad-marca#inline-auto1611>> [Consulta: 26 de marzo de 2020]

Puig, X. (n.d). *El economista. “Beta de una acción”* disponible en: <<https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/beta>> [Consulta: 30 de marzo]

Rojo Ramírez, A. A, Alonso, J. y Casado, P. (2012), *Researchgate. “La importancia del valor residual en el valor final de la empresa”* disponible en: <https://www.researchgate.net/publication/255982155_La_importancia_del_valor_residual_en_el_valor_final_de_la_empresa_The_importance_of_residual_value_in_company_valuation> [Consulta : 21 de marzo de 2020]

Statista (2020). *Statista. “Evolución anual del volumen de ingresos del sector de la ropa deportiva a nivel mundial desde 2011 hasta 2024”* disponible en: <<https://es.statista.com/estadisticas/598896/ingresos-totales-del-mercado-de-ropa-deportiva-mundial-2011-2018/>> [Consulta: 19 de febrero]

8. INDICE DE TABLAS

Tabla 1- Gasto en bienes y servicios vinculados al deporte. Años 2008-2017	6
Tabla 2 Empresas vinculadas al deporte por actividad económica principal.....	6
Tabla 3- Comparativa con el sector.....	11
Tabla 4 Forma de calcular el FCF.....	13
Tabla 5 Partidas de Deuda y Gastos financieros Joma Sport SA.....	18
Tabla 6. Cálculo del coste de la deuda.....	19
Tabla 7. Distintos valores que puede tomar Beta.....	23
Tabla 8. Cálculo de la beta apalancada.....	26
Tabla 9. Proporción recursos propios y deuda financiera.....	27
Tabla 10. Componentes Wacc.....	27
Tabla 11. Componentes valor residual.....	29
Tabla 12. Flujos de caja libre y valor residual de JOMA.....	30
Tabla 13. Cálculo de la capitalización de Joma.....	31
Tabla 14. Análisis de sensibilidad.....	32
Tabla 15. Ratio del PER del peer group de Joma.....	35
Tabla 16. Valoración de Joma mediante el múltiplo PER.....	36
Tabla 17. Ratio EV/EBITDA del peer group de Joma.....	37
Tabla 18. Valoración de Joma mediante el múltiplo EV/EBITDA.....	37
Tabla 19. Evolución y proyecciones de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Joma.....	47
Tabla 20. Evolución y proyecciones del Balance de Situación de Joma.....	48
Tabla 21. Flujos de caja y variación de tesorería de Joma (Check=0).....	49

9. ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Ingresos sector ropa deportiva a nivel mundial.....	5
Gráfico 2- Evolución del Rating Comercial Joma Sport S.A.....	9
Gráfico 3- Distribución del score de liquidez.....	10
Gráfico 4- Análisis de las experiencias de pago.....	10

10. ANEXOS

Cuenta de pérdidas y ganancias	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR	2019	2020	2021	2022	2023
Ingreso explotación	137.836,251	147.320,175	169.644,501	203.653,559	202.280,775	10,06%	222.639,591,78	245.047,449,05	269.710,574,85	296.855,953,69	326.733,415,23
Coste Material	56.919,441	59.440,031	59.126,461	54.006,947	65.615,705	3,62%	78.052,520,49	85.808,220,03	94.554,566,87	104.071,136,78	114.545,514,49
Margen Bruto	80.916,810	88.880,144	110.518,039	149.646,592	136.665,070	14,00%	144.587,071,29	159.239,229,02	175.156,007,98	192.784,816,92	212.187,900,74
VENTAS	58,71%	59,82%	65,15%	73,48%	67,56%		0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Costes empleados	4.298,210	4.317,110	5.287,619	8.328,626	6.155,096	9,39%	7.251,915,23	7.981,793,86	8.785,132,10	9.669,323,38	10.642,505,27
Otros Gastos explotación	62.270,890	72.361,341	83.081,839	98.433,631	103.199,564	13,46%	107.945,716,54	118.810,056,48	130.767,852,33	143.929,156,42	158.415,097,43
EBITDA	14.347,711	11.801,692	22.148,581	42.884,335	27.310,410	17,46%	29.389,439,53	32.247,378,68	35.603,023,55	39.186,337,12	43.130,298,03
VENTAS	10,41%	7,98%	13,06%	21,06%	13,50%		0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
Depreciación y amortización	569,653	613,837	592,161	770,478	712,080	5,74%	734,560,24	757,749,71	781,671,24	806,347,96	831,803,70
EBIT	13.778,057	11.187,855	21.556,421	42.113,856	26.598,329	17,87%	28.654,879,28	31.589,628,97	34.821,352,31	38.379,989,16	42.298,494,33
VENTAS	10,00%	7,56%	12,71%	20,68%	13,15%	177,59%	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
P&G FINANCIERA	- 4.633,069	- 1.161,011	- 3.617,839	- 4.242,461	- 3.850,297	- 4,52%	- 3.676,212,41	- 3.509,998,75	- 3.351,300,17	- 3.199,776,86	- 3.055,104,43
EBT	9.144,988	10.026,844	17.938,582	37.871,395	22.748,032	25,59%	24.978,666,87	28.079,630,22	31.470,052,14	35.180,212,29	39.243,389,91
VENTAS	6,63%	6,78%	10,57%	18,60%	11,25%		0,11	0,11	0,12	0,12	0,12
IMPUESTO	2.020,346	2.071,004	1.940,168	8.519,383	5.143,962	26,32%	4.929,336,87	5.541,286,78	6.210,358,98	6.942,528,93	7.714,364,00
RESULTADO EJERCICIO	7.124,643	7.955,840	15.998,413	29.352,012	17.604,070	25,38%	20.049,330,01	22.538,343,44	25.259,693,16	28.237,683,36	31.499,025,90
VENTAS	5,17%	5,38%	9,43%	14,41%	8,70%		9,01%	9,20%	9,37%	9,51%	9,64%

Tabla 19. Evolución y proyecciones de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Joma

Fuente: Orbis y elaboración propia.

Valoración de una empresa: Joma

Balance Financiero	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR	2019	2020	2021	2022	2023
Activos fijos	44.500.508	40.293.631	49.000.308	67.847.445	58.005.126	6,85%	60.050.320,91	63.664.891,80	67.512.086,07	71.607.678,79	75.968.544,13
Intangible material	0	0	0	0	0	0,00%	-	-	-	-	-
Intangible inmaterial	12.559.824	13.860.569	2.324.443	15.883.633	14.222.545	3,16%	14.671.539,30	15.134.707,73	15.612.498,01	16.105.371,73	16.613.805,06
Inversiones financieras a largo plazo	31.893.538	26.286.433	34.403.463	50.193.096	41.430.880	6,81%	44.250.096,75	47.261.379,22	50.477.583,77	53.912.655,65	57.581.489,10
Activos por impuesto diferido	110.116	150.629	850.824	1.770.116	2.351.901	114,98%	1.128.686,86	1.268.804,85	1.422.004,29	1.589.651,41	1.773.249,97
Activo circulante	109.089.148	110.238.641	140.601.681	138.659.411	181.805.048	15,24%	216.820.915,32	248.651.085,37	284.718.278,75	324.074.152,69	368.449.224,22
Extercencia	14.457.445	14.864.646	15.464.501	11.208.850	14.989.833	0,91%	18.954.354,23	20.862.040,38	22.961.728,12	25.272.741,73	27.816.350,37
Deudores	41.744.017	44.474.902	68.210.379	70.305.028	68.747.576	13,28%	75.283.096,57	82.860.063,77	91.199.624,88	100.378.532,19	110.481.262,81
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a cp	33.414.886	32.281.989	29.448.907	32.553.303	51.233.749	11,28%	57.011.199,01	63.440.151,75	70.594.074,93	78.554.720,90	87.413.060,97
L. Efectivo y equivalentes de efectivo	13.471.801	18.637.104	27.479.895	44.591.229	46.833.990	36,55%	65.572.365,50	81.488.829,47	99.522.850,82	119.868.157,87	142.738.550,06
Activos totales	147.597.656,64	150.556.271,21	189.603.989,02	226.505.856,02	239.810.174,33	12,90%	276.871.236,23	312.315.977,16	351.790.364,82	395.681.831,49	444.417.768,34

Patrimonio neto	49.927.414,25	61.656.958,56	75.502.185,48	115.254.466,21	127.640.321,56	26,45%	147.689.651,18	170.227.995,63	195.487.688,78	223.725.372,15	255.224.398,05
Capital	868.312,61	778.627,31	753.881,46	857.727,06	818.892,96	-1,45%	818.892,96	818.892,96	818.892,96	818.892,96	818.892,96
Reservas	41.934.460	52.722.491	58.749.891	85.044.727	109.217.359	27,04%	126.821.429,21	146.870.759,22	169.409.102,66	194.668.795,82	222.906.479,19
Resultado del Ejercicio	7.124.842	7.955.840	15.998.413	29.352.012	17.604.059	25,38%	20.049.330,01	22.538.343,44	25.259.693,16	28.237.683,36	31.499.025,90
Pasivos no corrientes	8.987.210,90	11.322.773,16	6.639.262,48	2.210.397,02	769.592,98	-45,90%	843.276,43	832.894,57	830.783,34	836.891,61	851.246,52
Deuda a largo plazo	8.808.838,81	11.127.692,59	6.656.136,53	2.008.593,23	583.176,93	-49,28%	528.632,12	479.188,92	434.370,16	393.743,32	356.916,33
Pasivos por impuesto diferido	178.372,09	195.080,57	183.125,95	201.803,79	186.416,06	1,11%	314.644,31	353.705,66	396.413,18	443.148,29	494.330,19
L. Provisiones	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.						
Deudas a corto plazo	88.683.021,48	77.776.539,49	107.262.541,06	109.040.992,79	111.400.259,79	5,87%	128.338.307,62	141.255.086,96	155.471.892,70	171.119.567,73	188.342.123,78
Provisiones a corto plazo	1.728.530	1.549.996	1.080.804	974.160	930.054	-14,35%	1.726.405,80	1.900.162,21	2.091.406,55	2.301.899,94	2.533.576,62
Deudas a corto plazo	40.495.276	29.252.982	49.554.077	63.500.701	76.461.456	17,22%	65.610.291,46	72.213.726,34	79.481.772,69	87.481.321,21	96.285.994,92
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar	46.459.226	46.973.562	56.627.660	44.566.131	34.008.749	-7,50%	61.001.610,36	67.141.198,41	73.898.713,46	81.336.347,57	89.522.552,24
Total pasivo	147.597.656,64	150.556.271,21	189.603.989,02	226.505.856,02	239.810.174,33	12,90%	276.871.236,23	312.315.977,16	351.790.364,82	395.681.831,49	444.417.768,35

Tabla 20. Evolución y proyecciones del Balance de Situación de Joma

Fuente: Orbis y elaboración propia.

Valoración de una empresa: Joma

RECUPERATIVO	11.303.809	9.490.886	19.817.121	33.410.587	21.295.788	23.734.632	26.113.422	28.731.313	31.612.358	34.783.034
CONVERSIONES	-	795.756,19	24.445.262,33	29.624.788,52	3.694.779,39	14.509.415,79	7.563.629,47	8.119.354,98	8.743.735,10	9.421.125,95
FINANCIACIÓN	-	6.254.236,90	10.637.850,59	16.429.932,37	3.322.098,83	13.728.223,26	3.775.724,00	4.575.986,79	5.437.329,89	6.366.824,21
SUMAF		4.032.405,308	6.009.709,32	20.215.730,41	20.923.107,80	24.515.824,54	22.345.516,70	25.187.944,53	28.305.953,02	31.728.732,27
VARI TESORERIA		4.032.405,646	6.009.709,84	20.215.730,03	20.923.107,39	24.515.823,16	22.345.516,71	25.187.944,52	28.305.953,02	31.728.732,26
CHECK	0	0	-1	0	0	-1	0	0	0	0

Tabla 21. Flujos de caja y variación de tesorería de Joma (Check=0)

Fuente: elaboración propia