



ICADE Business School

VALORACIÓN DE SMART FIT GROUP

Autor: Hugo Galera Martínez de Olcoz

Director: Luís Garvía Vega

Madrid

2023

CONTENIDO

1. Introducción	3
1.1. Objetivo	4
1.2. Metodología y estructura	4
1.3. Presentación del Grupo Smart Fit	6
1.4. Smart Fit en el marco competitivo actual	9
2. Situación coyuntural y características del sector del fitness LATAM	10
2.1. Tendencias y variables macroeconómicas	10
2.2. Comportamiento del sector	12
2.2.1. Principales impulsores	13
2.2.2. Factores de crecimiento de los ingresos	15
2.3. Conclusiones	16
3. Valoración de la empresa. Aspectos técnicos y metodología	17
3.1. El sistema de descuentos de flujos	17
3.1.1. El Flujo de Caja Libre (FCL)	18
3.2. Errores comunes en la valoración de empresas	19
3.2.1. Errores comunes en la valoración de empresas de un punto de vista generalista	20
3.2.2. Errores comunes en la valoración de empresas de un punto de vista técnico...21	
4. Valoración del Grupo Smart Fit	25
4.1. Plan Estratégico	25
4.2. Análisis de los estados financieros	29
4.2.1. Balance	30
4.2.2. Análisis de solvencia, liquidez y rentabilidad	31
4.3. Estimación de parámetros	33
4.3.1. Coste de capital promedio ponderado	33
4.4. Proyecciones de los estados financieros	35
4.5. Descuento de flujos y valoración	38
4.5.1. Cálculo del Flujo de Caja Libre	38
4.5.2. Cálculo del Flujo de Caja Libre Descontado y Valor de Empresa (EV)	39
5. Conclusiones	40
Bibliografía	42

0. Sinopsis.

El sector de fitness representa en torno al 0,13% del PIB de Brasil y otorga trabajo, aproximadamente, a 531.528 personas lo que equivale a un 0,53% de la población empleada en 2022. Se trata de un sector relevante para la economía brasileña con buen crecimiento.

El propósito del presente estudio es valorar la empresa brasileña líder en Latinoamérica en el sector y analizar cuáles son los factores claves de éxito para que la compañía crezca y genere valor.

Desde una perspectiva teórica-analítica, el trabajo se basa en información privilegiada una de las mayores financieras del mundo como en libros y artículos que versan sobre los métodos de valoración de empresas.

Al no ser el marco teórico recurso suficiente para comprender los catalizadores del negocio del fitness en LATAM se realiza un estudio exhaustivo de la coyuntura del sector en las áreas geográficas en donde Smart Fit tiene mayor presencia; clasificadas en tres bloques, Brasil, México y “Otros LATAM”.

Para concluir este abstracto, mencionar que la preocupación por la salud y el bienestar ha aumentado debido a la creciente conciencia sobre la importancia de la prevención de enfermedades y la promoción de la salud en general. Las personas están buscando maneras de mejorar su calidad de vida y reducir el riesgo de enfermedades crónicas, lo que ha llevado a un aumento en la demanda de servicios de fitness y bienestar. Teniendo en cuenta este aumento de demanda muchas cadenas de gimnasios se han adaptado llevando a cabo una política de gimnasios grandes low-cost que permitan a todas las personas desarrollar su actividad física, favoreciendo así al sector y como es en nuestro caso, y ya veremos porque, a Smart Fit.

1. Introducción.

Este primer capítulo pretende definir el objetivo del trabajo como describir la estructura y metodología del mismo. Al final de este primer punto introductorio se presenta brevemente al Grupo Smart Fit y a enmarcarla en su entorno competitivo.

1.1. Objetivo.

El objetivo del presente Trabajo de Fin de Grado (TFG) es valorar el grupo Smart Fit, cotizado en el índice de bolsa brasileño IBOV bajo las siglas SMFT3, mediante el método de descuento de flujos de caja.

La entidad Smart Fit a pesar de presentar una gran capacidad para generar flujos de caja en el futuro se ha topado con varios factores que, contra todo pronóstico, han afectado negativamente a su cotización bursátil y su capacidad para generar retorno a sus inversores. Estos factores pueden ser internos o externos a la compañía, lo que requiere un análisis profundo para entender su situación actual.

Por lo tanto, es importante llevar a cabo un estudio exhaustivo en los países donde Smart Fit tiene una mayor presencia para identificar las tendencias y las ventajas competitivas de la compañía. Además, se debe analizar los factores endémicos del sector del fitness que impulsan la creación de valor para las empresas que operan en él. Todo esto se busca para llegar a una conclusión en la que se determine si el precio de la acción de Smart Fit refleja adecuadamente todas las posibilidades o desventajas que se han identificado en este documento, si la compañía está valorada adecuadamente en el mercado y si se trata un buen valor a seguir e invertir en un largo plazo.

1.2. Metodología y estructura.

El trabajo se divide en cinco apartados bien diferenciados, incluyendo este primer punto introductorio, y que se proceden a describir seguidamente:

Apartado 1. Introducción.

Como se menciona en la sección 1.1, el objetivo del primer capítulo es proporcionar una breve reseña histórica de la empresa, presentar a los principales accionistas y analizar cualquier cambio significativo en su composición durante los últimos periodos. La información utilizada para este análisis se ha obtenido de las cuentas anuales de la compañía. Además, es importante situar a la empresa dentro de su entorno competitivo. Todo esto se hace para tener una comprensión completa de la posición de la empresa en el mercado y cómo ha evolucionado en el tiempo

Apartado 2. Situación coyuntural y características del sector del fitness LATAM.

En el segundo punto de análisis, se ha llevado a cabo un estudio exhaustivo del sector fitness en tres países latinoamericanos, siendo el último un conglomerado de países: Brasil, México y “Otros LATAM”, ya que son los países que más influyen en la cuenta de resultados de la compañía Smart Fit.

En concreto, se ha evaluado la evolución de número de gimnasios, el número de socios, la media de socios/club y el precio promedio de la membresía en el gimnasio en cada mercado. Con este análisis se quiere identificar si ha sido bien acogido en estos países y como han evolucionado los números, si son positivos o negativos, es decir si se ha producido atracción o rechazo. Además, se ha comparado el precio promedio que aplica Smart Fit para saber si la compañía se encuentra en línea con la media del mercado.

Apartado 3. Aspectos Técnicos de la valoración de empresas.

Este apartado representa la parte más teórica y académica del trabajo, en el que se detallan los fundamentos utilizados para llevar a cabo la valoración de Smart Fit. Se han consultado diversos libros ampliamente reconocidos en el ámbito académico, entre ellos "Principios de Finanzas Corporativas" de Brealey, Myers y Allen (2010) y "Valoración de Empresas" de Pablo y Ferruz (2007). Además, se ha recurrido a obras de autores de renombre en el campo de las finanzas corporativas, como el reconocido gurú a nivel mundial y profesor en IESE, Pablo Fernández (2008).

En este análisis, no solo se han considerado los aspectos relevantes para llevar a cabo una valoración empresarial adecuada, sino que también se han tenido en cuenta aquellos aspectos propios del sector del fitness que permiten generar valor a las empresas.

Apartado 4. Valoración del Grupo Smart Fit.

En este apartado se describe en detalle el trabajo realizado en una hoja de cálculo Excel para valorar Smart Fit, utilizando como base la teoría expuesta en el apartado anterior. Se explican los valores asignados a las proyecciones de los estados financieros y cómo se deducen los flujos de caja que serán descontados al coste de capital promedio ponderado (WACC).

Para la elaboración del modelo de valoración se han utilizado los estados financieros reales de la compañía desde el año 2014 a 2021, que han sido objeto de análisis mediante ratios para conocer la situación económica de la empresa. Para calcular el WACC, se han tenido en cuenta diferentes perspectivas y se ha acudido a Morgan Stanley Brasil, empresa asesora de Smart Fit, para el cálculo del K_e mediante el análisis de correlaciones entre la acción y el índice brasileño BVMF, basado en el CAPM de Markowitz y Sharpe. También se han obtenido estimaciones del valor de crecimiento a perpetuidad (g) y un valor de Beta alternativo extraído de información de Morgan Stanley Brasil.

Apartado 5. Conclusión.

Por último, se exponen las posibles causas de la desviación entre el precio de cotización actual de Smart Fit. Se han analizado factores tanto internos como externos que pueden influir en la valoración de la compañía, como por ejemplo la competencia en el sector, la evolución del mercado de fitness y la situación económica general. En definitiva, se han considerado diversos escenarios para intentar entender las razones de la discrepancia entre el precio actual de la acción y el valor calculado en el modelo de valoración.

1.3. Presentación del Grupo Smart Fit.

Historia.

Actualmente, el Grupo Smart Fit tiene más de 900 unidades, propias y franquiciadas, en 13 países y el número de clientes ronda los 2,7 millones. Con toda esta evolución, somos la red que más se expandió mundialmente en los últimos 5 años, siendo líder en Market Share en América Latina, según el Informe Global 2020 de IHRSA (International Health, Racquet & Sportsclub Association - entidad de clase mundial de la industria del fitness) sobre los últimos 5 años.

En 1996, inaugura su primer gimnasio en São Paulo, Bio Ritmo. Para expandirse, se inspira en marcas consolidadas de Estados Unidos y Reino Unido, y decide centrarse en clases colectivas y equipos de cardio y musculación, en lugar de ofrecer decenas de modalidades y estructuras complejas. Se enfoca en zonas primarias de grandes ciudades y reduce el tamaño de los clubes para impresionar al público. En 2003, adoptan un nuevo modelo de gestión para mejorar la calidad del servicio. En 2008, se convierte en la mayor

cadena de gimnasios de gama alta y decide traer el modelo de gimnasios de bajo costo a Brasil, lanzando Smart Fit en 2009. Desde entonces, han mantenido una estrategia de precios para cada región. En 2012, añaden clases colectivas y aumentan la participación del público femenino. En 2015, crean el programa de entrenamiento HIIT. A pesar de la pandemia de COVID-19 en 2020, compran Queima Diária, la mayor plataforma de entrenamiento online de América Latina, y en 2021 llevan a cabo una Oferta Pública de Adquisición (OPA) para obtener financiación y mejorar su visibilidad y credibilidad. Actualmente, el Grupo Smart Fit cuenta con más de 900 unidades en 13 países y el número de clientes ronda los 2,7 millones, siendo líder en Market Share en América Latina según el Informe Global 2020 de IHRSA.

Composición del accionariado.

Smart Fit es una empresa brasileña que cotiza en el índice IBOV y cuenta con 586.242.289 acciones en circulación. La estructura accionarial de Smart Fit se encuentra altamente concentrada, ya que el Grupo Controlador posee más de la mitad de las acciones de la compañía, específicamente el 53,1%. Este grupo está conformado por Patria Investments, que tiene el 38,3% de las acciones, y la Familia Corona, que posee el 14,8%. La Familia Corona es el grupo familiar fundador de Smart Fit y está liderada por Edgard Corona.

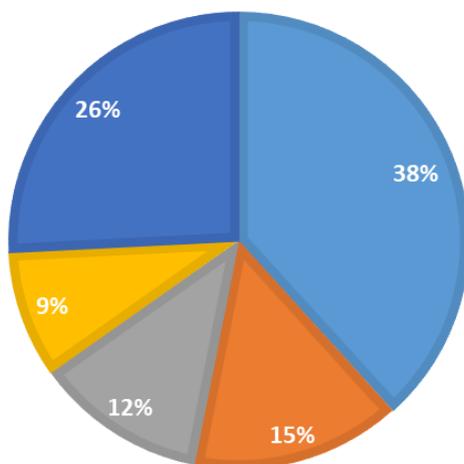
Es importante destacar que Patria Investments es una firma de inversión privada con sede en Brasil que se enfoca en inversiones en infraestructura y energía, mientras que la Familia Corona ha estado involucrada en el negocio de gimnasios desde la década de 1980. Además, otros accionistas importantes de Smart Fit son el Canada Pension Plan Investment Board, que posee el 12,1% de las acciones, y GIC, que tiene el 9% de las acciones. Estos inversores institucionales tienen una participación significativa en la compañía y podrían influir en las decisiones estratégicas de la empresa.

El 25,8% restante de las acciones de Smart Fit pertenecen a accionistas minoritarios, lo que significa que estos inversores tienen una participación significativamente menor en la empresa en comparación con los accionistas principales.

En resumen, la estructura accionarial de Smart Fit es altamente concentrada, con el Grupo Controlador que posee más de la mitad de las acciones de la empresa. La presencia de

inversores institucionales y accionistas minoritarios también debe ser considerada en la evaluación de la gobernanza corporativa de la empresa.

COMPOSICIÓN DEL ACCIONARIADO



■ Patria Investments ■ Familia Corona ■ Canada Pension Plan Investment Board ■ GIC ■ Accionistas minoritarios

Equipo directivo

El equipo directivo de Smart Fit está liderado por Edgard Gomes Corona, quien ocupa el cargo de CEO de la compañía. Como CFO, está Thiago Borges, responsable de las finanzas y la estrategia de la empresa. André Pezeta, por su parte, es el VP de Operaciones América Latina y Desarrollo de Nuevos Negocios, encargado de la expansión de la empresa en la región y de la gestión de los nuevos negocios.

Diogo Corona es el COO, responsable de la gestión de las operaciones de Smart Fit, y Juana Melo Pimentel ocupa el cargo de Directora Jurídica, encargada de los aspectos legales y de cumplimiento normativo de la empresa. Finalmente, Alexandre Gregianin es el CTO, encargado de liderar la estrategia tecnológica de la compañía y de asegurar su competitividad en el mercado.

En conjunto, el equipo directivo de Smart Fit está compuesto por líderes con amplia experiencia en distintas áreas, lo que les permite trabajar de manera colaborativa para alcanzar los objetivos de la empresa. Además, el enfoque en la innovación y la tecnología se refleja en la designación de un CTO, lo que sugiere que la empresa se preocupa por mantenerse actualizada y adaptarse a los cambios del mercado.

1.4. Smart Fit en el marco competitivo actual

Principales Empresas Fitness		SMART FIT	Basic Fit	Planet Fitness	The GYM
Modelo de Negocio (2019)	%Clubs Propios vs Franquicias	78% vs 22%	100%	5% vs 95%	100%
Benchmark Operacional (2019)	Presencia Geográfica	Latino America	Beneleux, Francia, España	EEUU, Canadá, Australia...	Reino Unido
	Tamaño del Mercado (mn miembros)	44	15,6	74,3	10,4
	nºmiembros (mn)	2,7	2,2	14,4	0,8
	nºclubs	826	784	2001	175
	Miembros/club (Miles)	3,2	2,8	7,2	4,5
Benchmark Financiero (2019)	Tamaño medio clubes (m^2)	1200	1200-2000	1858	1542
	Ticket medio mensual (\$)	23	23	22	20
	Club CAPEX (\$mn)	1	1,2	2,5	1,8
	Cash-on-Cash Return	38,1%	35,9%	27,5%	30,6%

Vamos a analizar la situación actual del Grupo Smart Fit y sus principales competidores, que son Basic Fit, Planet Fit y The Gym. Según la Tabla de Datos, Smart Fit es la segunda cadena de gimnasios más grande del mundo, detrás de Planet Fitness y seguida por Basic Fit y The Gym.

En cuanto al modelo de negocio, Smart Fit cuenta con un modelo mixto que incluye tanto la propiedad de sus propios gimnasios como franquicias, aunque las franquicias solo representan el 22% del total, a diferencia de Basic Fit y The Gym, que poseen el 100% de sus gimnasios. Por otro lado, Planet Fitness también cuenta con un modelo mixto, pero en sentido inverso, ya que apenas posee gimnasios y se centra más en el modelo de franquicias, siendo estas un 95% del total. El 97% de los ingresos netos de Smart Fit provienen del 78% de propiedad de sus gimnasios, mientras que el 3% restante proviene del 22% de franquicias. Aunque las franquicias generan menos ingresos, han permitido a Smart Fit crecer a una escala mucho mayor de lo que le hubiera permitido su balance y consolidarse en toda Latinoamérica. Su objetivo es recomprar gradualmente esas franquicias hasta tener en propiedad la mayoría de sus gimnasios.

En cuanto al Benchmark Operacional, se puede decir que todas las cadenas ofrecen prácticamente lo mismo: servicios de fitness a precios asequibles en gimnasios pequeños y bien localizados, con un alto ratio de cliente/gimnasio que hace posible ofrecer precios bajos al cliente al minimizar costes y maximizar ingresos. La mayor diferencia entre ellas sería la localización de sus negocios. En cuanto al número de miembros, gimnasios y tamaño del mercado, Planet Fitness es la cadena más grande a nivel mundial, seguida de Smart Fit y Basic Fit, dejando más atrás a The Gym.

En lo que se refiere al Benchmark Financiero, no hay grandes diferencias en precios entre las cuatro cadenas, aunque hay similitudes entre Basic Fit y Smart Fit, y una diferencia más clara con Planet Fitness y The Gym. En este ámbito, Smart Fit se podría clasificar como líder, ya que tiene un CAPEX por gimnasio menor que sus competidores y un Cash-

on-Cash return bastante más elevado, es decir, presenta un retorno mayor por gimnasio que sus rivales.

2. Situación coyuntural y características del sector del fitness LATAM.

2.1. Tendencias y variables macroeconómicas.

En los últimos años, el sector del fitness ha experimentado un crecimiento significativo a nivel mundial debido a la creciente preocupación por la salud y el bienestar, la importancia de mantener un estilo de vida activo y saludable y la disponibilidad de tecnologías innovadoras que permiten una mayor accesibilidad al ejercicio físico.

A continuación, se presentan algunas tendencias y variables macroeconómicas relevantes en el sector del fitness:

- Crecimiento del mercado: El mercado del fitness ha experimentado un crecimiento constante en los últimos años y se espera que continúe creciendo en el futuro debido a la creciente demanda por parte de los consumidores.
- Innovación tecnológica: La tecnología ha tenido un impacto significativo en el sector del fitness, permitiendo una mayor accesibilidad y personalización en el ejercicio físico a través de dispositivos móviles y wearables.
- Competencia: Como hemos visto anteriormente, el sector del fitness es altamente competitivo, lo que puede resultar en una mayor presión sobre los precios y márgenes de beneficio para los proveedores de servicios. Fitness low-cost.
- Factores demográficos: La población mundial está envejeciendo y la preocupación por la salud y el bienestar está aumentando, lo que puede resultar en una mayor demanda por parte de los consumidores mayores de edad. Según Naciones Unidas en el año 2018, ocurrió un hito histórico: por primera vez, la población mundial de personas de 65 años o más superó en número a la de niños menores de cinco años. Se espera que esta tendencia continúe en las próximas décadas, ya que se proyecta que el número de personas de 80 años o más se triplique de 143 millones en 2019 a 426 millones en 2050. Este aumento en la

población de adultos mayores tiene importantes implicaciones para la sociedad, la economía y el bienestar de las personas.

- Política fiscal: Los cambios en la política fiscal, como los impuestos sobre los productos relacionados con el fitness, pueden tener un impacto significativo en la demanda del mercado. Brasil tiene una presión fiscal medida en porcentaje del PIB del 31,6%, mientras que en México es del 16,7%. Por otro lado, la media europea es del 41,7% y en Estados Unidos es del 26,6%. Si se considera que la media de América Latina es inferior a la de los países desarrollados, con excepción de Brasil de entre los países en los que Smart Fit opera, la región resulta atractiva para la empresa en términos fiscales.
- Economía global: Las condiciones económicas globales pueden afectar la disponibilidad de recursos para el sector del fitness, incluyendo la inversión en nuevos productos y servicios. Hasta el año 2019, la economía experimentó un buen crecimiento que se vio obstaculizado por la crisis del COVID-19 en 2020. Sin embargo, en los años siguientes (2021 y 2022), se produjo una recuperación económica excepcional, lo que ha llevado a una situación de incertidumbre en 2023. El sector del fitness ha seguido una tendencia similar a la economía, aunque con fluctuaciones más acentuadas, experimentando tanto periodos de fuerte crecimiento como de ralentización.
- Cambios en el estilo de vida: Los cambios en el estilo de vida de la población, como la mayor conciencia sobre la salud en gran parte causada por el Covid-19, tienen un impacto en la demanda en los servicios de fitness.

En resumen, el sector del fitness es altamente sensible a las tendencias y variables macroeconómicas. Los proveedores de servicios en este sector deben estar atentos a las condiciones económicas globales, los cambios demográficos, la innovación tecnológica y la competencia para mantenerse competitivos y satisfacer las necesidades de los consumidores.

2.2. Comportamiento del sector.

En general, el sector económico del fitness en LATAM ha experimentado un crecimiento significativo en los últimos años. Este aumento se debe en parte a la creciente conciencia por la salud y el bienestar, lo que ha llevado a un aumento en la demanda de servicios de fitness en la región.

Además, la creciente urbanización y el aumento de la población de clase media en muchos países de Latinoamérica ha llevado a un aumento en la demanda de servicios de fitness en los últimos años.

En términos de la oferta, en muchos países de Latinoamérica ha habido un aumento en la cantidad de cadenas de gimnasios internacionales que han ingresado al mercado. Esto ha generado una mayor competencia y ha llevado a un aumento en la calidad y variedad de los servicios ofrecidos.

Sin embargo, el sector económico del fitness en LATAM también ha enfrentado algunos desafíos, especialmente durante la pandemia de COVID-19, que ha tenido un impacto negativo en la industria a nivel mundial. Muchos gimnasios han tenido que cerrar temporal o permanentemente debido a las restricciones gubernamentales y la disminución de la demanda.

A pesar de los desafíos, se espera que el sector económico del fitness en LATAM siga creciendo en los próximos años a medida que la economía se recupere de la pandemia y la demanda de servicios de fitness continúe aumentando.

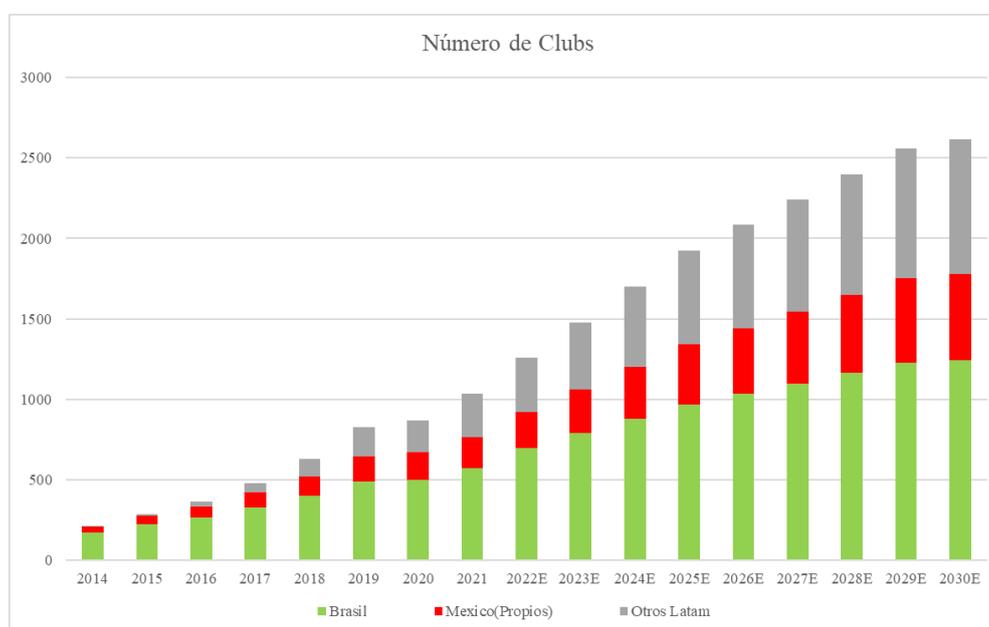
En los próximos puntos, se examinará el recorrido del mundo del fitness en Latinoamérica, centrándonos en Smart Fit, la compañía líder en dicha zona geográfica. Para ello, se explorarán los puntos clave del desarrollo de este sector en la región, que fueron presentados anteriormente.

2.2.1. Principales impulsores.

Principales Impulsores	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Numero de Clubs	213	288	365	480	631	826	911	1077	1256	1479	1702	1925	2083	2241	2399	2557	2615
Brasil	172	224	263	326	399	488	497	573	698	788	878	968	1033	1098	1163	1228	1243
Mexico(Propios)	33	51	69	92	120	154	172	192	221	271	321	371	409	447	485	523	533
Otros Latam	8	12	33	62	112	184	198	268	337	420	503	586	641	696	751	806	839
Media de socios propios/club	2334	2923	2949	3010	3119	3131	2967	2167	2363	3153	3409	3439	3489	3507	3522	3531	3569
Brasil	2507	3036	3082	3046	3143	3141	3044	2459	2535	3013	3385	3414	3459	3475	3489	3499	3541
Mexico(Propios)	1927	2848	2882	2963	3243	3199	2911	2112	2159	3053	3252	3283	3324	3346	3363	3376	3407
Otros Latam	731	1318	1788	2905	2853	3030	3161	2039	2366	3488	3575	3604	3670	3688	3703	3710	3746
Media de miembros propios (mn)	0,45	0,65	0,81	1,03	1,39	1,796	2,007	1,667	2,179	3,488	4,46	5,2	5,87	6,39	6,9	7,41	7,8
Brasil	0,38	0,51	0,6	0,68	0,83	0,99	1,04	0,92	1,17	1,68	2,17	2,48	2,76	2,98	3,21	3,43	3,59
Mexico(Propios)	0,06	0,12	0,17	0,24	0,34	0,44	0,47	0,38	0,45	0,75	0,96	1,14	1,3	1,43	1,57	1,7	1,8
Otros Latam	0,01	0,01	0,03	0,11	0,21	0,37	0,49	0,38	0,56	1,06	1,33	1,59	1,81	1,97	2,13	2,28	2,41
Ticket medio mensual (R\$)	70,6	77,1	80,6	80	85	88,7	56,5	91,5	113,1	115,4	121,3	127,6	123,2	127,5	132	137,1	139,9
Brasil	75,5	78,3	82,3	83,6	86,8	91	55	78,2	105,3	107,5	112,4	118,2	119,9	121,3	122,7	123,9	125,8
Mexico(Propios)	72,6	101,3	80,1	72,2	82,9	92,1	59,1	101,5	146,4	152,7	156,8	166	150,2	157,1	164,1	173,2	179,3
Otros Latam	-	-	64,9	71,2	81,4	79,1	30,8	76,5	98,4	94,6	104,8	108,2	106,3	112,3	118,5	124,4	124,7

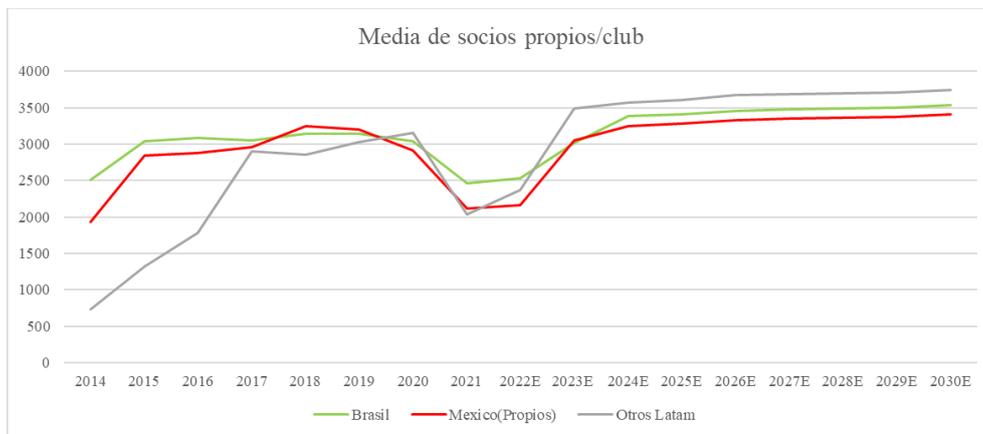
Los principales impulsores cuantitativos a tener en cuenta para entender el actual y futuro comportamiento del sector en LATAM serán el número de clubs, la media de socios propios/club, la media de miembros propios (mn) y el precio del ticket medio mensual.

Comenzando por el número de clubs, a primera instancia nos damos cuenta de que el crecimiento es constante sin cesar en los últimos 8 años. A pesar de la recesión económica en 2020 Smart Fit ha mantenido su política de masivas aperturas de clubs a lo largo del continente. No solo en Brasil, sino en México y el resto de LATAM donde operan se aprecia dicho aumento. Esto se debe a la continua captación de recursos financieros, como fue su OPA en 2021.

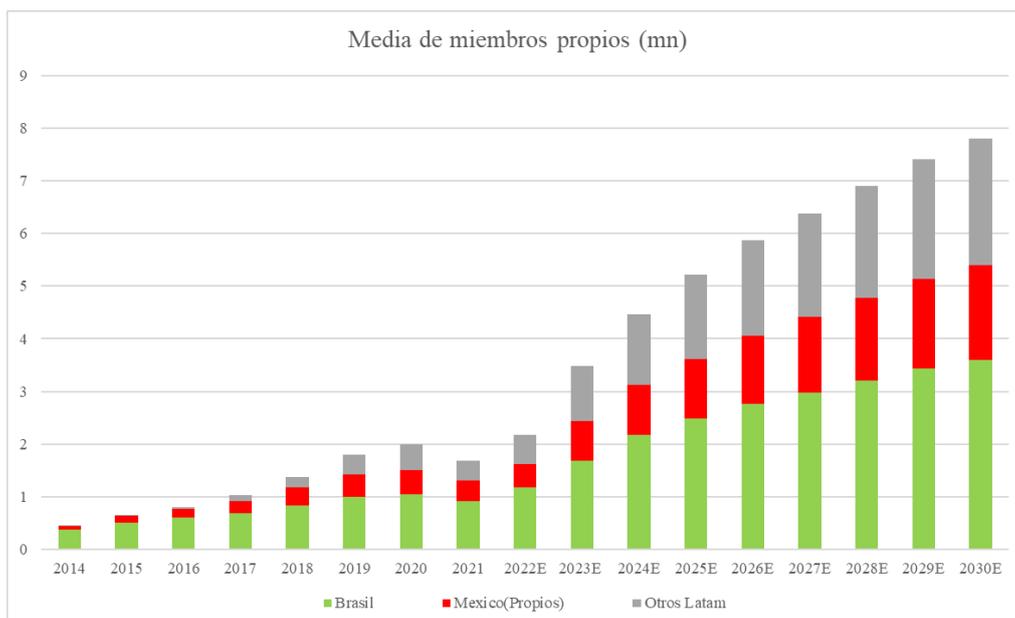


Respecto al promedio de miembros propios por club, se ha observado un aumento significativo desde 2014 hasta 2019. Sin embargo, en el año 2020 y 2021, se ha experimentado una caída significativa debido a las medidas sociales y de confinamiento

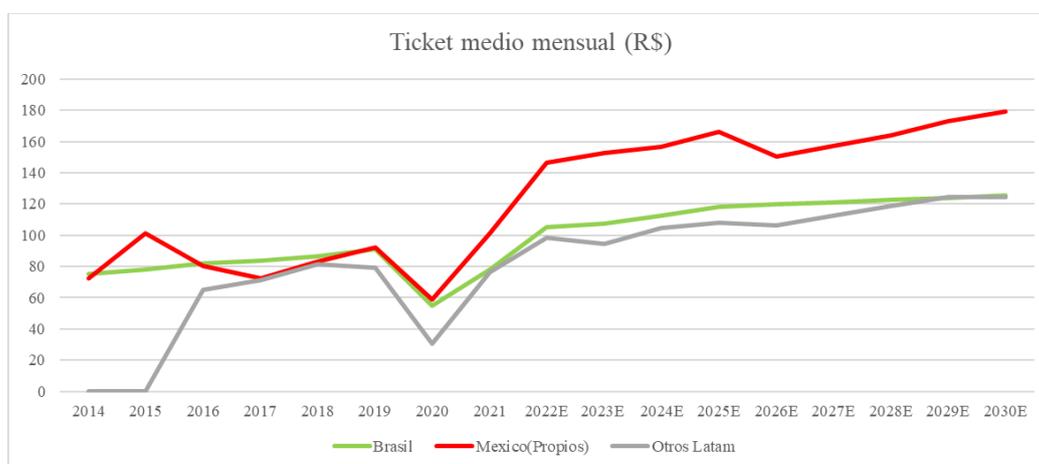
relacionadas con la pandemia de Covid-19. Este descenso también se puede explicar por el gran número de aperturas de gimnasios, lo que ha reducido la media de miembros por club. Es importante señalar que el aumento del precio de las membresías ha sido otro factor determinante en la disminución del número de miembros en 2021, a pesar de la crisis económica derivada de la pandemia. Muchas personas han optado por prescindir de este gasto y ahorrar para cubrir necesidades básicas, lo que ha influido directamente en el descenso de la ratio de miembros por club. Cabe destacar que esta ratio es crucial, especialmente para las cadenas de bajo coste como Smart Fit, que dependen de una gran cantidad de miembros por club para obtener beneficios.



En cuanto a la media de miembros propios de la cadena también presenciamos un crecimiento increíble hasta 2019 pero, como indicamos en párrafo anterior se ve reducido por las medidas Covid-19 impuestas en 2021 y la subida de los precios de los tickets en gimnasios en época de crisis económica.



Por último, cabe destacar que también se ha observado un aumento continuo en los precios de los tickets a lo largo del periodo comprendido entre 2014 y 2019, aunque en 2020 se produjo un descenso para hacerlos más asequibles en un momento de recesión económica. Sin embargo, en 2021 hemos experimentado un incremento exponencial en los precios, duplicando el precio anterior a pesar de que todavía se sienten los efectos de la crisis de Covid-19. Este aumento de precios ha hecho que muchos servicios sean menos asequibles para una gran cantidad de personas, lo que ha llevado a prescindir de ellos hasta que se produzca una recuperación económica, tal y como se ha indicado anteriormente.



2.2.2. Factores de crecimiento de los ingresos.

Impulsores del crecimiento de ingresos	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Ingresos brutos	47%	20%	22%	39%	34%	-38%	35%	81%	57%	33%	22%	10%	12%	11%	11%	7%	
Media de miembros	44%	25%	28%	34%	29%	12%	-16%	30%	60%	28%	17%	13%	9%	8%	7%	5%	
Clubs	35%	27%	32%	31%	31%	10%	18%	17%	18%	15%	13%	8%	8%	7%	7%	2%	
Miembros/Club	25%	1%	2%	4%	0%	-5%	-27%	9%	33%	8%	1%	1%	1%	0%	0%	1%	
Precio	9%	4%	-1%	6%	4%	-36%	62%	24%	2%	5%	5%	-3%	3%	3%	4%	2%	

En la tabla adjunta se evidencia una alta correlación entre los impulsores principales mencionados anteriormente y el nivel de ingresos. Es decir, a medida que aumentan el número de clubes, miembros y precios, los ingresos tienden a ascender de manera instintiva. Por lo tanto, se observa un crecimiento significativo durante las temporadas 2014-2019 y 2021, pero un decrecimiento durante el año 2020.

No obstante, estos resultados son producto de diversas causas. Durante el periodo 2014-2019, el aumento continuo de la inversión en CAPEX para abrir nuevos gimnasios y expandirse fue el principal factor que impulsó el aumento de miembros y, por ende, de ingresos.

Por otro lado, en el año 2020 la disminución del precio de los servicios en un 36% fue el principal causante del decrecimiento en ingresos en un 38%.

En contraste, en el año 2021 se duplicó el precio de la membresía, una subida del 62%, y aumento en un 18% el número de clubes lo que contribuyó a la recuperación de la tendencia de crecimiento de ingresos previa a la pandemia.

En las previsiones futuras, se espera que la tendencia de crecimiento se recupere casi por completo, ya que se está saliendo gradualmente de la crisis.

2.3. Conclusiones.

El sector del fitness en Latinoamérica ha experimentado un crecimiento acelerado en los últimos años debido a una serie de factores, como una mayor conciencia por la salud y el bienestar, la urbanización y el aumento de la población de clase media en la región. La demanda por servicios de fitness se ha incrementado significativamente a medida que más personas buscan formas de mantenerse en forma y saludables.

Sin embargo, el sector ha enfrentado desafíos importantes, especialmente durante la pandemia de COVID-19, que ha tenido un impacto negativo en la industria a nivel mundial. Las medidas de cierre y distanciamiento social han afectado a la mayoría de los gimnasios y centros de fitness, lo que ha resultado en una disminución en la cantidad de clientes y una reducción en los ingresos.

A pesar de los desafíos, Smart Fit sigue siendo la cadena de gimnasios más grande y popular en Latinoamérica, con una presencia en más de 13 países de la región. Si bien existen otras compañías que ofrecen servicios similares y compiten en el mismo mercado, ninguna ha logrado alcanzar el tamaño y el alcance de Smart Fit.

Es importante destacar que el éxito de Smart Fit se debe en gran parte a su modelo de negocio, que se enfoca en ofrecer servicios de alta calidad a precios asequibles, lo que ha permitido a la compañía atraer a una amplia base de clientes. Además, la compañía ha implementado estrategias de marketing efectivas, como patrocinar eventos deportivos y culturales, lo que ha ayudado a crear una marca fuerte y reconocida en toda la región.

En general, se espera que el sector del fitness en Latinoamérica continúe creciendo en los próximos años a medida que la economía se recupere de la pandemia. La demanda por servicios de fitness seguirá aumentando, impulsada por una mayor conciencia por la salud

y el bienestar y la urbanización en la región. A pesar de que existen competidores en el mercado, Smart Fit seguirá siendo una fuerza dominante en la industria, gracias a su sólido modelo de negocio y su amplia presencia en toda la región.

3. Valoración de la empresa. Aspectos técnicos y metodología.

Después de examinar la situación actual en la que la compañía Smart Fit opera, se abordará la valoración de empresas en términos generales.

Según Pablo Fernández, profesor de IESE Business School y uno de los expertos líderes en finanzas corporativas junto con Aswath Damodaran, la valoración de empresas es un ejercicio de sentido común que requiere ciertos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Al valorar una empresa, Fernández enfatiza en responder a tres preguntas clave: ¿qué estamos haciendo?, ¿por qué estamos siguiendo una determinada metodología de valoración? y, finalmente, ¿para quién estamos valorando? Si nos alejamos de estas respuestas o dejamos de cuestionar algunas de las preguntas, corremos el riesgo de cometer errores al valorar la empresa y nos daremos cuenta de que hemos carecido de sentido común, conocimientos o ambos.

Fernández clasifica los métodos de valoración de empresas en seis categorías: balance, cuenta de resultados, mixtos (Goodwill), descuento de flujos, creación de valor y opciones. En este estudio, se realizará una valoración por descuento de flujos, que es conceptualmente la más correcta según Fernández, para empresas con expectativas de continuidad en su actividad. Por lo tanto, se enfatizará en este grupo de métodos de valoración en este apartado.

3.1. El sistema de descuentos de flujos.

Los métodos de descuento de flujos se basan en hacer una estimación de los flujos de caja futuros de un negocio, calcular su valor residual y descontar todo a su valor presente utilizando la siguiente fórmula:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

CF_i representa el flujo de caja del período "i", K es la tasa de descuento y VR_n es el valor residual en el año "n". VR_n se calcula como $CF_n \cdot (1+g) / (K-g)$, donde g es la tasa de crecimiento constante de los flujos de caja estimados para el año "n".

Cabe destacar que, al final de las proyecciones, se obtiene el valor residual, suponiendo que la empresa continuará funcionando. En caso contrario, se deberá calcular el valor de liquidación.

3.1.1. El Flujo de Caja Libre (FCL).

En este momento, podemos comprender y valorar el camino hacia el flujo libre de la empresa a partir de la cuenta de resultados de una manera sencilla pero esclarecedora.

Para ilustrar mejor, realizaremos algunas revisiones de los siguientes términos antes de comenzar:

- **EBITDA**: Representa el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Conceptualmente, puede ser equiparado a un beneficio neto operativo, ya que solo considera los ingresos, así como los costos variables o fijos para obtenerlos, pero excluye el gasto por obsolescencia del activo y posibles deterioros (amortizaciones y depreciaciones).
- **EBIT**: Es el beneficio antes de intereses e impuestos y el punto de partida para calcular el FCF, ya que no considera los intereses ni la deducción de los mismos en el impuesto de sociedades. Es importante destacar que se multiplica el EBIT por el gravamen (t) para ver el efecto impositivo que el resto de los valores (ingresos y gastos de la cuenta de resultados) tienen dentro de la cascada de resultado que permite llegar al FCF. En una situación normal para una empresa de un sector no financiero y endeudada, es decir, que tenga un resultado financiero negativo (ingresos por intereses < gastos por intereses), entonces $(EBITt) > (EBTt)$.
- **EBT**: Es el beneficio justo antes de deducir los impuestos generados en el impuesto de sociedades.
- **Amortizaciones y depreciaciones**: Las amortizaciones y depreciaciones deben sumarse, ya que representan un gasto que no supone salida real de efectivo.
- **CAPEX**: Es un término que proviene del inglés capital expenditures. Se refiere a la inversión en activo no corriente necesaria para reemplazar el activo obsoleto,

para ampliar la capacidad, para implementar una mejora tecnológica, entre otros. Se debe restar (o sumar si se trata de una desinversión), ya que al ser un activo, no aparece en la cuenta de pérdidas y ganancias pero sí conlleva una salida de efectivo (o entrada si se desinvierte), ya que debemos pagar a nuestros proveedores de inmovilizado.

- Variación en deuda: Debemos tener en cuenta los pagos del principal de la deuda, es decir, disminuciones del pasivo, que no se reflejan en la cuenta de resultados pero sí representan una salida de efectivo, así como la asunción de nuevas deudas, es decir, aumentos del pasivo que no se reflejan en la cuenta de pérdidas y ganancias y sí conllevan una entrada de efectivo.
- Las variaciones en las necesidades operativas de fondos (NOF): son una medida de la diferencia entre los flujos de efectivo entrantes y salientes de una empresa, que resultan de los plazos de pago y cobro a proveedores y clientes, así como del nivel de rotación del inventario. En resumen, las NOF representan la inversión necesaria en activo corriente para mantener una buena salud financiera. Aunque para calcular los flujos de caja necesitamos conocer la variación en NOF entre dos periodos, lo que significa que si el saldo de NOF en el periodo "t+1" es mayor que el del periodo "t", el ajuste debe ser negativo, mientras que si el saldo de NOF en el periodo "t+1" es menor que el del periodo anterior, el ajuste debe ser positivo. Para calcular las NOF, utilizamos la siguiente fórmula:

$$NOF = \text{Saldo medio de existencias} + \text{Saldo medio de cuentas a cobrar} - \text{Saldo medio de cuentas a pagar.}$$

Entonces, si las NOF son negativas, esto beneficiará a la empresa, ya que indica que la empresa paga a sus proveedores en un plazo posterior al que recibe pagos de sus clientes y tiene una alta rotación de inventarios. En tal situación, se puede decir que la empresa se financia automáticamente con sus proveedores.

3.2. Errores comunes en la valoración de empresas.

En muchas ocasiones, los profesionales que se encargan de valorar empresas caen en errores recurrentes que han sido documentados por expertos en finanzas corporativas. Estos expertos han plasmado sus conocimientos en libros, como los de Brealey, Myers y

Allen, y De Pablo y Ferruz, así como en artículos de revistas especializadas, como el del profesor López Lubián de la IE Business School. En este punto, el objetivo es destacar las sugerencias, técnicas y consejos que se encuentran en estos textos y conectar los aspectos más generales y cualitativos con los errores más específicos y cuantitativos en la valoración de una empresa. Es importante tener en cuenta que la valoración de empresas no solo se trata de aspectos técnicos, sino que también debe basarse en hipótesis razonables desde una perspectiva económica, social y empresarial, y que es esencial comprender el contexto en el que se realiza la valoración. Además, se deben verificar la calidad de la información introducida en el modelo y no dejarse llevar por expectativas a corto plazo. Por último, es crucial actualizar información y realizar un seguimiento continuo, ya que la valoración se basa en predicciones sobre el futuro y no en la realidad actual.

3.2.1. Errores comunes en la valoración de empresas de un punto de vista generalista.

Tal y como se mencionó en la introducción de este apartado, vamos a profundizar en las cuatro trampas más comunes que se presentan a la hora de valorar una empresa, según la perspectiva de López Lubián (2001).

En primer lugar, es importante tener en cuenta que valorar empresas no se limita a aspectos técnicos, ya que las proyecciones de flujos de caja deben estar basadas en hipótesis razonables desde diferentes perspectivas, como la económica, social, entre otras. Por lo tanto, se debe usar tanto el conocimiento técnico como el sentido común para realizar una valoración adecuada.

En segundo lugar, es fundamental contrastar la calidad de la información utilizada en el modelo de valoración. No se deben tomar decisiones basadas en expectativas a corto plazo, ya que la creación de valor económico sostenible no es compatible con comportamientos compulsivos. Además, se debe tener en cuenta que ciertas prácticas contables no reflejan una realidad empresarial confiable.

En tercer lugar, es esencial entender el contexto en el que se realiza la valoración. Al igual que Pablo Fernández, López Lubián enfatiza en la importancia de preguntarse para qué, para quién y en qué circunstancias se está realizando la valoración. De esta manera, se

pueden identificar los elementos subjetivos empleados para emitir la opinión y establecer un diálogo razonable en caso de desacuerdo.

Por último, se recomienda actualizar la información y realizar un seguimiento de las hipótesis en las que se basa la valoración. Es importante recordar que la valoración se basa en predicciones sobre el futuro y no en la realidad. Por lo tanto, se debe realizar un seguimiento y actualización constante de la información para tomar decisiones informadas. Como dice López Lubián, el proceso de valoración no termina con la decisión, sino que es donde comienza

3.2.2. Errores comunes en la valoración de empresas de un punto de vista técnico.

En esta sección adicional, tal como se ha mencionado con anterioridad, se busca recopilar y agrupar los errores más comunes que se cometen desde una perspectiva técnica en la valoración de empresas, utilizando como referencia los libros de Brealey, Myers y Allen (Brealey, Myers, Allen, 2010), y el elaborado por De Pablo y Ferruz (De Pablo y Ferruz, 2007).

3.2.2.1. Amortizaciones.

Como ya se ha mencionado anteriormente, las amortizaciones son un gasto que no implica una salida real de efectivo en la tesorería de la empresa. Sin embargo, su importancia radica en que permiten que la inversión en activos no corrientes tenga un impacto gradual en la cuenta de pérdidas y ganancias, lo que a su vez permite que la entidad pueda deducir esa inversión acometida del impuesto de sociedades.

Para entender mejor el concepto de amortizaciones, es fundamental tener en cuenta dos puntos de gran relevancia. En primer lugar, es importante que la cifra de amortización esté en consonancia con la inversión en CAPEX estimada. A la hora de calcular el valor residual, debemos considerar el tipo de negocio y el sector en el que nos encontramos, así como la necesidad de renovación de activos que se requiere para competir. En términos generales, se aconseja que el último periodo proyectado tenga una inversión en CAPEX que cubra la dotación a la amortización estimada para el mismo periodo.

En segundo lugar, debemos ser conscientes de la forma en que la empresa amortiza sus activos y la forma en que vamos a proyectar dichas amortizaciones. Debemos tener en

cuenta que la elección de un sistema de amortización acelerada puede ser ventajoso en términos de reducción de la base imponible del impuesto de sociedades en los primeros periodos proyectados, pero también puede ser engañoso y aumentar el valor de la empresa de forma artificial. Por lo tanto, es importante analizar cuidadosamente la elección del criterio de amortización.

3.2.2.2. Coste del Capital.

El WACC es un parámetro clave a la hora de valorar una empresa y su cálculo debe ser riguroso y bien fundamentado. Para ello, es necesario tener en cuenta los siguientes aspectos:

- K_e debe reflejar la remuneración que el accionista exige por el riesgo asumido al invertir en la empresa. Este coste se puede obtener a través de modelos como el CAPM o el modelo de Gordon-Shapiro.
- W_e es el peso relativo del capital propio en la estructura financiera de la empresa y debe ser calculado a partir de la capitalización bursátil y la deuda neta.
- K_d es el coste de la financiación ajena y puede ser calculado a través de los intereses pagados por la deuda emitida por la empresa.
- t es el tipo impositivo aplicable a la empresa y debe ser considerado para ajustar el coste de la deuda.
- W_d es el peso relativo de la deuda en la estructura financiera de la empresa y debe ser calculado a partir de la deuda neta y la capitalización bursátil.

Es importante tener en cuenta que el WACC es una tasa de descuento que se utiliza para descontar los flujos de caja futuros de la empresa y obtener su valor actual. Por tanto, cualquier error en su cálculo puede tener un impacto significativo en la valoración final. Por esta razón, es recomendable realizar una sensibilidad del resultado final del valor de la empresa ante diferentes valores de WACC.

Coste de la deuda (K_d) y apalancamiento de la empresa.

Al considerar el coste de la deuda y el grado de apalancamiento de una empresa, es importante tener en cuenta si el parámetro W_d permanecerá constante durante el período proyectado o si se modificará. Es fundamental tener en cuenta la madurez de la empresa,

el sector y las necesidades de inversión para ser competitivos y lograr los objetivos estratégicos.

En general, las empresas tienen un alto endeudamiento porque es más rentable que la remuneración exigida por los accionistas y ofrece incentivos fiscales al poder deducirse los intereses de la deuda. Sin embargo, es esencial ser cautelosos al hacer proyecciones de balance, especialmente al proyectar el último período explícito, para no asumir que la empresa pueda mantener un alto nivel de endeudamiento a perpetuidad.

También es crucial observar si el coste de la deuda (K_d) se mantendrá constante durante el período proyectado. Las empresas pueden estar financiadas en varios mercados y divisas, lo que puede generar grandes fluctuaciones en el parámetro. Se debe prestar atención a la volatilidad de los tipos de cambio y si la empresa tiene o no instrumentos de cobertura para protegerse ante variaciones en los tipos de interés y tipo de cambio. Además, es necesario homogenizar magnitudes para obtener un K_d fidedigno y operable. Por último, se debe prestar atención a cómo pueden impactar en los tipos de interés las decisiones tomadas por los Bancos Centrales que rigen la política monetaria en los mercados en los que la empresa está endeudada y sus efectos en la respectiva estructura temporal de los tipos de interés (ETTI).

Remuneración exigida por el accionista.

Es fundamental analizar detalladamente los riesgos que el accionista asumirá en los distintos mercados y proyectos que la empresa emprenderá, ya que la rentabilidad exigida y el riesgo están estrechamente relacionados. Por ejemplo, en el sector hotelero, puede resultar atractivo invertir en países con costos operativos bajos como Vietnam, Camboya o Zanzíbar, pero el accionista debe considerar los riesgos políticos o regulatorios del sector. Por lo tanto, es necesario discriminar los flujos de caja y asignarles un mayor K_e a los proyectos que presenten un mayor riesgo.

En definitiva, al calcular el valor empresarial, es crucial tener en cuenta estos factores en la estimación del WACC, utilizado como tasa de descuento de los flujos de caja previstos. Si se observa una gran volatilidad durante el período de proyección, será necesario descontar los flujos de caja a diferentes tasas o segmentar los flujos de caja provenientes de mercados con distintas características financieras en términos de riesgo de inversión y coste de endeudamiento.

3.2.2.3. Proyecciones de Flujos De Caja.

Es fundamental que las estimaciones de los flujos de efectivo sean coherentes y duraderas a largo plazo. Este aspecto cobra especial importancia en lo que respecta al último período, que se proyectará hasta perpetuidad y, por lo tanto, tendrá un impacto significativo en la valoración de la empresa. Es esencial que las proyecciones de flujos de efectivo reflejen de manera precisa todos los análisis realizados previamente sobre la empresa en particular, así como sobre el sector y los países en los que la compañía opera en general.

3.2.2.4 Impacto de la inflación.

De acuerdo con De Pablo y Ferruz, la inflación puede afectar negativamente a las inversiones que no pueden ajustar las rentas a medida que disminuyen debido al aumento de los precios. Además, la inflación puede tener un efecto positivo en la financiación ajena, ya que las rentas devueltas tienen un poder adquisitivo menor en comparación con el momento en que se recibieron.

3.2.2.5. Necesidades Operativas de Fondos (NOF).

Cuando se trata de fusiones y adquisiciones, es importante considerar las necesidades operativas de financiación (NOF) de una empresa objetivo. Estas NOF son particularmente relevantes en sectores estacionales, como el turismo, donde las variaciones estacionales pueden afectar significativamente las necesidades de financiamiento. Por lo tanto, al adquirir una empresa en este sector, es crucial tener en cuenta el momento en que se llevará a cabo la adquisición y cómo esto afectará las NOF.

En la valoración de una empresa, es importante tener en cuenta el impacto de las NOF en el último período proyectado, ya que esto tendrá un efecto en el valor de la empresa proyectado a perpetuidad. Si las NOF varían significativamente, esto puede tener un impacto negativo en la valoración de la empresa. Por lo tanto, es importante estabilizar este efecto para evitar que tenga un impacto excesivo en el valor final.

Sin embargo, hay muchas otras variables que pueden afectar el valor patrimonial de una empresa, como los flujos de caja, las tendencias del mercado, la competencia y el riesgo

empresarial. Además, la subjetividad en el modelo de análisis puede influir en el resultado final. Por lo tanto, es recomendable realizar un análisis de sensibilidad para establecer un marco de fluctuación que refleje la variabilidad de los parámetros y el grado de subjetividad en el estudio.

En resumen, cuando se trata de fusiones y adquisiciones, es importante tener en cuenta las NOF de una empresa objetivo, especialmente en sectores estacionales como el turismo. Además, es fundamental considerar el impacto de las NOF en el valor de la empresa proyectado a perpetuidad. Sin embargo, también es importante tener en cuenta otras variables y realizar un análisis de sensibilidad para obtener un resultado más preciso y realista.

4. Valoración del Grupo Smart Fit.

Una vez que se han establecido los fundamentos teóricos de la valoración empresarial y se ha adquirido una comprensión del sector hotelero en los países que tienen el mayor impacto en las ganancias de Smart Fit, se procede a evaluar la compañía en esta área. Con este fin, se han obtenido las cuentas anuales correspondientes a los periodos de 2014 a 2021, las cuales se pueden encontrar en la sección de información para inversores en el sitio web de Smart Fit. Estas cuentas anuales serán objeto de análisis y se utilizarán como base para las proyecciones.

4.1. Plan Estratégico.

El modelo de negocio de la empresa se basa en cinco pilares principales, el primero de los cuales es la prestación de servicios de alta calidad a los clientes, utilizando el NPS como principal indicador de rendimiento del equipo. El segundo pilar es la comodidad ofrecida a los clientes, con el objetivo de proporcionar facilidad y simplicidad en sus rutinas de fitness, en línea con la posición de la empresa como "La Academia Inteligente".

La empresa también se centra en ubicar sus unidades en las principales zonas de las ciudades, así como en ofrecer la mejor estructura, equipamiento, clases eficientes y un equipo motivado, proporcionando una experiencia única que crea una gran barrera de entrada para los competidores, con cuotas mensuales asequibles de entre 15 y 25 dólares al mes. El último pilar de la empresa tiene que ver con sus soluciones digitales, como la

Smart Fit App y Smart Fit GO, que permiten a los asistentes al gimnasio entrenar dentro o fuera de él con la orientación de los profesores.

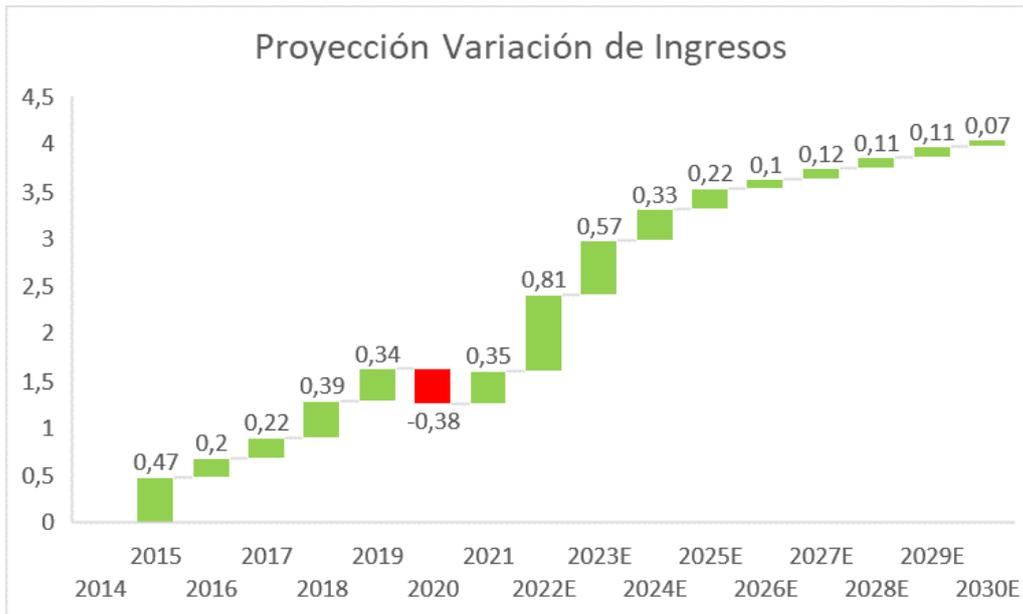
Además, la empresa utiliza la tecnología para mejorar y ampliar la entrega de unidades, gestionar el negocio en la nube, simplificar la inscripción de nuevos clientes y mejorar la experiencia del cliente.

En los últimos cinco años, Smart Fit ha logrado una expansión más rápida que cualquier otro gimnasio. Para mantener este crecimiento sano y rentable, la empresa cuenta con un equipo de expertos que sigue un proceso eficaz para ocupar y consolidar su presencia en cada barrio. Antes de entrar en una nueva región, la empresa garantiza los mejores puntos en los clusters en los que ya opera, aumentando aún más el valor del plan Black, que da acceso a todas las unidades de América Latina.

En cada inauguración, el equipo mejora su conocimiento sobre cuál es un buen punto en cada territorio y estrecha la relación con propietarios, centros comerciales e hipermercados. Con eso, el Grupo Smart Fit está en posición privilegiada para aumentar su penetración en las ciudades donde ya está presente, así como para potencializar y crear nuevas demandas en países donde aún no actúa.

Por lo tanto, pretenden seguir expandiéndose por Latinoamérica y aumentar el número de clientela por club, de esta forma mejorando la rentabilidad:

El Gráfico inferior muestra que Smart Fit ha logrado aumentar sus ingresos de manera impresionante en un 32% en promedio, con la excepción del año 2020, donde se experimentó una disminución del 38% debido a la crisis del Covid-19. Sin embargo, en el siguiente año se recuperó con una subida del 35%. Para el futuro, Smart Fit prevé seguir aumentando sus ingresos, aunque de manera más desacelerada. Se espera que la empresa mantenga un promedio de crecimiento del 27%, lo que representa un incremento significativo en su rentabilidad.



En la actualidad, Smart Fit tiene presencia en 13 países de Latinoamérica, incluyendo Brasil, México, Argentina, Paraguay, Chile, Perú, Ecuador, Colombia, Panamá, Costa Rica, Honduras, El Salvador, Guatemala y República Dominicana.

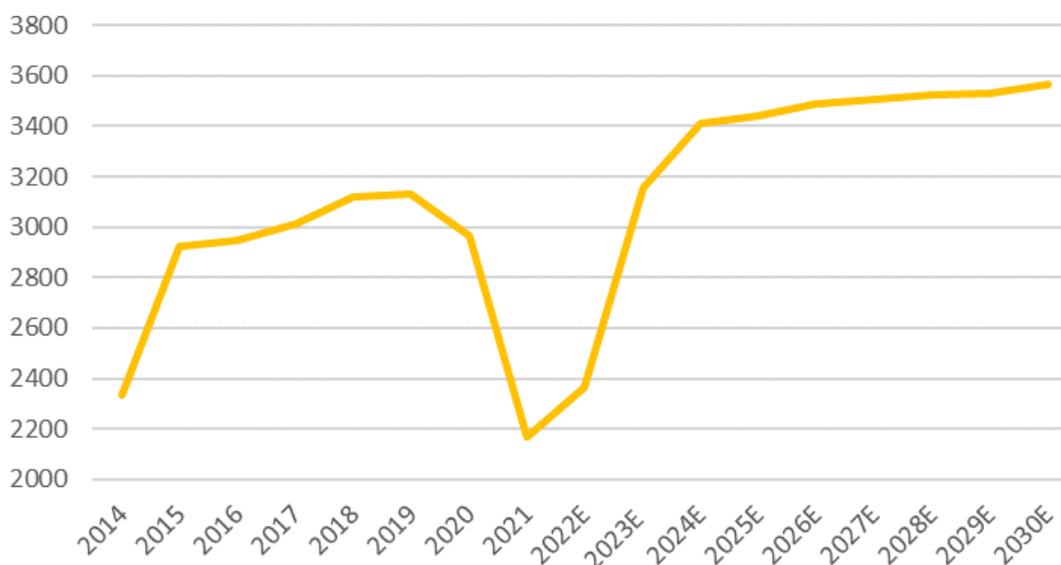


Sin embargo, se observa una distribución desigual de la clientela en estos países. Brasil representa más de la mitad del total de clientes en Latinoamérica, seguido por México y Otros Latam con un 23% y 22%, respectivamente. Esto es sorprendente ya que los países hispanoamericanos tienen el doble de población que Brasil, con 426 millones de habitantes. Por lo tanto, el objetivo de Smart Fit es aumentar su presencia en los países de habla hispana en el continente para expandirse y reducir los riesgos de competidores que puedan entrar en su mercado.



Aumento de la fidelización clientelar: En la actualidad, Smart Fit cuenta con una cantidad significativa de miembros por club, con una ratio de 2167. Aunque es un buen número, la empresa tiene como objetivo mejorar y aumentar la fidelización de sus clientes. Para el año 2030, su meta es alcanzar un número de 3569 socios por unidad, lo cual representa un desafío para la empresa. Para lograrlo, Smart Fit ha implementado diversas estrategias con el fin de fidelizar a su clientela y mantenerla satisfecha.

Media de socios propios/club



Estas estrategias son:

1) Ofrecer un servicio de calidad: Smart Fit se enfoca en brindar un servicio de alta calidad a sus clientes, lo que incluye un ambiente limpio y seguro, equipos de última generación y personal capacitado para brindar asesoramiento y guía en el uso de los equipos.

2) Precios competitivos: Smart Fit ofrece precios accesibles y competitivos en comparación con otros gimnasios en el mercado. Esto atrae a clientes que buscan mantenerse en forma sin gastar grandes cantidades de dinero.

3) Programas de fidelización: Smart Fit tiene programas de fidelización para sus clientes, como la posibilidad de acumular puntos por cada visita al gimnasio, los cuales pueden ser canjeados por descuentos o regalos o el Plan Black que te permite acceder a todos los gimnasios de Latinoamérica, ofreciéndote flexibilidad.

4) Comunicación efectiva: La empresa mantiene una comunicación constante con sus clientes a través de sus redes sociales y su aplicación móvil, informando sobre nuevos servicios, promociones y consejos de entrenamiento.

5) Variedad de clases y actividades: Smart Fit ofrece una amplia variedad de clases y actividades, desde entrenamiento funcional hasta yoga y zumba, lo que permite que sus clientes puedan elegir la opción que mejor se adapte a sus necesidades y gustos.

Estas estrategias ayudan a Smart Fit a mantener a sus clientes satisfechos y comprometidos con el gimnasio, lo que contribuye a su fidelización.

4.2. Análisis de los estados financieros.

En este punto, exploraremos los aspectos más destacados que se han identificado en las memorias de Smart Fit durante el periodo examinado. Para ello, presentaremos en el siguiente cuadro los datos concretos del balance de situación acumulados por categorías contables desde 2014 hasta 2021, agregando proyecciones de futuro. Con el objetivo de obtener una perspectiva clara de la situación económico-financiera de la compañía, se ha llevado a cabo un análisis exhaustivo de su solvencia, liquidez y rentabilidad.

4.2.1. Balance.

Balance (R\$ mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Activos intangibles	100	109	111	141	1147	1186	1541	1520	1483	1497	1510	1517	1520	1521	1523	1526	1526
Activos materiales	546	801	901	1171	1691	2094	2425	2697	3353	4243	5152	5951	6315	6655	7016	7477	7400
Inversiones y adquisiciones	46	93	114	167	5	5	125	125	1296	1301	1529	1919	1937	1937	1938	1939	1940
Total activos fijos	692	1003	1126	1479	2843	3285	4091	4342	6132	7041	8191	9387	9772	10113	10477	10942	10866
Efectivo y equivalentes de efectivo	166	113	258	827	692	1351	1020	3720	2177	1212	553	608	562	530	662	866	1369
Cuentas por cobrar	62	75	85	88	105	137	154	196	189	272	358	425	479	523	569	616	656
Inventarios	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Derechos de uso	-	-	-	-	-	2331	2727	2810	3988	5878	7823	9529	10126	11383	12809	14256	15247
Otros activos corrientes	34	40	53	52	164	261	399	541	388	563	711	843	908	1011	1121	1240	1335
Activos no corrientes	17	23	38	62	45	49	103	44	105	105	106	106	106	106	107	107	107
Total activos corrientes	279	251	434	1029	1006	4129	4403	7311	6847	8030	9551	11511	12181	13553	15268	17085	18714
Total activos	971	1255	1560	2507	3849	7414	8494	11654	12979	15071	17742	20898	21951	23668	25745	28026	29579
Recursos ajenos brutos	461	541	583	1443	1626	2207	2616	3590	3037	2706	2711	3371	3036	2515	2005	1419	247
Leasing	-	-	-	-	216	196	217	165	77	29	6	1	1	1	1	1	1
Arrendamientos	-	-	-	-	-	2217	2656	2856	3921	5813	7756	9460	10056	11312	12736	14181	15171
Cuentas a pagar	23	20	28	60	100	164	140	201	216	290	367	437	463	524	594	667	717
Otros pasivos a corto plazo	113	149	169	201	352	236	328	349	378	568	756	917	992	1103	1226	1349	1440
Otras deudas a largo plazo	59	64	70	85	349	128	68	63	97	96	96	96	96	97	97	97	97
Pasivo	656	774	850	1789	2643	5148	6025	7224	7726	9502	11692	14282	14644	15552	16659	17714	17673
Recursos propios	315	482	710	718	1207	2267	2469	4429	5254	5570	6051	6616	7306	8116	9088	10312	11907
Pasivo total	971	1255	1560	2507	3849	7414	8494	11654	12979	15071	17742	20898	21951	23668	25745	28026	29579

La tabla proporciona información detallada sobre la situación financiera de una empresa desde 2014 hasta 2030, a través del análisis de su balance. Se observa un aumento general en los activos y pasivos de la empresa durante los años, pero el crecimiento se ha desacelerado en los últimos años.

En cuanto a los activos fijos, se destaca un fuerte aumento desde 2017 hasta 2019, principalmente impulsado por un gran aumento en los activos intangibles. Sin embargo, en 2020 y 2021, los activos fijos se han estabilizado y se espera que se mantengan relativamente planos en los próximos años. Este dato sugiere que la empresa ha realizado importantes inversiones en activos intangibles, como patentes, marcas registradas, software, entre otros, para impulsar su crecimiento, pero que en los últimos años ha reducido el ritmo de estas inversiones.

Por otro lado, se observa un aumento constante en los activos corrientes, que incluyen el efectivo y equivalentes de efectivo, cuentas por cobrar, derechos de uso y otros activos corrientes, aunque a un ritmo más lento en el 2020. En particular, se destaca un aumento significativo en los derechos de uso desde 2018, lo que indica que la empresa ha utilizado el arrendamiento financiero para financiar su crecimiento. Los activos corrientes suelen ser una medida de la liquidez de la empresa, por lo que este aumento indica que la empresa tiene la capacidad de hacer frente a sus obligaciones a corto plazo.

En cuanto a los pasivos, se destaca que las deudas han aumentado significativamente desde 2014 hasta 2020, y aunque se estabilizan en los próximos años, todavía están en niveles elevados. Las cuentas a pagar y otros pasivos a corto plazo han aumentado moderadamente, pero se espera que se mantengan estables en los próximos años. Este aumento en los pasivos puede ser una señal de que la empresa ha recurrido a la deuda

para financiar su crecimiento, lo que puede aumentar su riesgo financiero y su capacidad para hacer frente a sus obligaciones a largo plazo.

Finalmente, se destaca que los fondos propios han aumentado constantemente desde 2014, impulsado principalmente por las ganancias retenidas. En particular, se observa un fuerte aumento en los fondos propios del 2019 al 2021, lo que puede deberse a una mejora en la rentabilidad de la empresa. El aumento de los recursos propios es una señal positiva para los inversores, ya que indica que la empresa ha generado ganancias y ha sido capaz de retenerlas para financiar su crecimiento.

En general, el análisis del balance sugiere que la empresa ha experimentado un rápido crecimiento en los años 2017-2019, pero se ha desacelerado en los últimos años. La empresa también tiene un alto nivel de deuda en comparación con su patrimonio, lo que puede representar un riesgo financiero. A pesar de esto, la empresa ha mantenido una buena liquidez y ha sido capaz de generar ganancias, lo que es una señal positiva para su capacidad futura de crecimiento y rentabilidad.

4.2.2. Análisis de solvencia, liquidez y rentabilidad.

Para realizar el análisis de solvencia, liquidez y rentabilidad de Smart Fit 2021 se deben utilizar diferentes ratios financieras:

Solvencia:

La solvencia mide la capacidad de la empresa para pagar sus deudas a largo plazo y mantenerse en el negocio a largo plazo. Algunas ratios que se pueden utilizar son:

a. Ratio de endeudamiento: Esta ratio mide el grado de apalancamiento financiero de la empresa. Se calcula dividiendo los recursos ajenos totales entre los recursos propios totales. La ratio de endeudamiento de la compañía es de 1,63. Este valor indica que la empresa tiene una estructura de capital relativamente equilibrada, ya que posee más recursos propios que ajenos.

b. Ratio de cobertura de intereses: Esta ratio mide la capacidad de la empresa para pagar los intereses sobre sus deudas. Se calcula dividiendo el resultado antes de intereses e impuestos (EBIT) entre los gastos de intereses. La compañía tiene una ratio de cobertura

de intereses de 3,37. Este valor indica que la empresa tiene capacidad para hacer frente a sus compromisos de intereses.

Liquidez:

La liquidez mide la capacidad de la empresa para convertir sus activos en efectivo y pagar sus deudas a corto plazo. Algunas ratios que se pueden utilizar son:

a. Ratio de liquidez corriente: Esta ratio mide la capacidad de la empresa para pagar sus deudas a corto plazo. Se calcula dividiendo los activos corrientes entre los pasivos corrientes. La compañía tiene una ratio de liquidez corriente de 7,12. Este valor indica que la empresa no tiene problemas para hacer frente a sus compromisos a corto plazo.

b. Ratio de prueba ácida: Esta ratio mide la capacidad de la empresa para pagar sus deudas a corto plazo sin vender sus inventarios. Se calcula dividiendo los activos corrientes menos los inventarios entre los pasivos corrientes, pero como la empresa no presenta inventarios es activos corrientes entre pasivos corrientes. La compañía tiene una ratio de prueba ácida de 13,3. Este valor indica que la empresa puede pagar sin dificultades sus deudas a corto plazo sin vender sus inventarios.

Rentabilidad:

La rentabilidad mide la capacidad de la empresa para generar ganancias en relación con sus activos y recursos propios. Algunas ratios que se pueden utilizar son:

a. Retorno sobre los activos (ROA): Esta ratio mide la capacidad de la empresa para generar ganancias en relación con sus activos. Se calcula dividiendo el resultado neto entre los activos totales. La compañía tiene un ROA del -5,5%. Este valor indica que la empresa no está generando una rentabilidad adecuada sobre sus activos.

b. Retorno sobre los recursos propios (ROE): Esta ratio mide la capacidad de la empresa para generar ganancias en relación con sus recursos propios. Se calcula dividiendo el resultado neto entre los recursos propios totales. La compañía tiene un ROE del -16,2%. Este valor indica que la empresa no está generando una rentabilidad adecuada sobre sus recursos propios.

c. Retorno sobre capital invertido (ROIC): Esta ratio mide la rentabilidad de una empresa en relación con el capital que ha invertido en ella. El ROIC se calcula dividiendo el beneficio operativo después de impuestos (o EBIT) de una empresa por su capital invertido. La compañía tiene un ROIC del -13,7%. Este valor indica que la empresa no está generando una rentabilidad adecuada sobre su capital invertido.

Fijándonos en estas ratios llegamos a la conclusión de que la empresa no tiene una estructura de capital equilibrada, ya que su ratio de endeudamiento es de 1,63, lo que significa que tiene más recursos ajenos que propios. Sin embargo, la empresa tiene una capacidad adecuada para hacer frente a sus compromisos de intereses y no tiene problemas para pagar sus deudas a corto plazo, lo que indica una buena solvencia y liquidez. En cuanto a la rentabilidad, la empresa está experimentando pérdidas y no está generando una rentabilidad adecuada sobre sus activos, recursos propios y capital invertido. Por lo tanto, la empresa necesita mejorar su rentabilidad para ser considerada financieramente saludable y equilibrada. Aunque es común encontrar valores negativos en las ratios de rentabilidad en empresas de alto crecimiento debido a su constante inversión en nuevos recursos, se espera que la empresa en cuestión logre mejorar su rentabilidad en los próximos años. Esto ha sido previsto en los puntos 2.2.1. y 2.2.2., donde se proyecta una desaceleración en el crecimiento, lo que le permitiría a la empresa alcanzar una rentabilidad positiva.

4.3. Estimación de parámetros.

El propósito de este punto es brindar una explicación sobre el proceso de elección de los valores utilizados en el cálculo del coste promedio ponderado, así como también informar acerca de las fuentes consultadas para obtener dichos valores.

4.3.1. Coste de capital promedio ponderado.

En el apartado 3.2.2.2 de este documento se ha abordado la controversia en torno al cálculo del coste de capital promedio ponderado (CCPP o WACC, por sus siglas en inglés). A continuación, se explicará en detalle cómo y por qué se han utilizado los datos en los parámetros que lo componen.

4.3.1.1. Coste de la financiación con recursos propios (Ke).

El coste del accionista se ha calculado siguiendo la doctrina del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) promulgado por Markowitz y Sharpe, y que responde a la siguiente expresión:

$$K_e = R_f + \beta * [E(R_m) - R_f]$$

Se ha empleado el modelo CAPM (Modelo de Valoración de Activos Financieros) propuesto por Markowitz y Sharpe para calcular el coste del accionista. El coste del accionista, Ke, es la remuneración que se espera del accionista por invertir en una empresa. Este modelo se basa en tres factores: la rentabilidad libre de riesgo (Rf), la esperanza de la rentabilidad del mercado (E(Rm)), y el parámetro Beta (β) que mide la relación entre los rendimientos de la acción de Smart Fit y los del índice Bovespa. Para calcular Rf se ha tomado como referencia la rentabilidad del bono de Brasil a 10 años, del 1,80% anual, aunque es importante tener en cuenta que las medidas de política monetaria del Banco Central do Brasil pueden afectar a este valor. La Rm se ha calculado a partir de la rentabilidad media logarítmica del índice Bovespa, que fue del 7,5% anual. Por último, el parámetro Beta del grupo es del 0,9.

Aplicando la fórmula del coste de los recursos propios llegamos al resultado de que Ke es igual al 11,70%.

4.3.1.2. Coste de la financiación con recursos ajenos (Kd).

Para obtener una estimación precisa del parámetro Kd, se ha realizado una búsqueda de información en análisis de Smart Fit realizados por Morgan Stanley, siendo este del 8,50%

Promedio 2019-2022	
Tipo impositivo	28,50%
Beta	0,9
Rf	1%
Rm-Rf	6,50%
Country Risk	1,80%
Ke	11,70%
Kd	8,50%
Kd (1-t)	6,10%
Total deuda	2616
Total Fondos Propios	2469
WACC	8,80%

Una vez que hemos recopilado y representado todos los datos necesarios, hemos obtenido el valor del WACC, que asciende a un 8,80%. Este valor es esencial para determinar la viabilidad de un proyecto o inversión, ya que nos indica el coste de oportunidad de los recursos utilizados para financiarlo. Es importante destacar que el cálculo del WACC debe ser lo más preciso posible, ya que una estimación inexacta puede llevar a decisiones erróneas y a pérdidas económicas significativas.

4.4. Proyecciones de los estados financieros

A continuación, se muestra la proyección de los estados financieros para el período comprendido entre 2022 y 2030.

Proyecciones de la cuenta de resultados.

Cuenta de resultados (R\$ mn)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Ingresos netos	1707	2983	4713	6278	7639	8389	9412	10493	11645	12474
Beneficio bruto (ex. D&A)	516	1235	2204	2961	3624	4172	4702	5223	5812	6340
Margen bruto	30%	41%	47%	47%	47%	50%	50%	50%	50%	51%
EBITDA	47	522	1302	1835	2302	2721	3088	3437	3845	4295
EBITDA Ajustado	70	592	1395	1932	2404	2793	3163	3516	3927	4246
D&A	-448	-465	-647	-859	-1050	-1193	-1357	-1482	-1512	-1393
EBIT	-401	57	655	976	1252	1528	1732	1956	2333	2854
Gastos financieros netos	-178	-27	-141	-176	-234	-315	-300	-238	-165	-81
EBT	-579	30	514	800	1018	1213	1432	1718	2168	2773
Impuestos	22	-53	-147	-229	-293	-339	-403	-484	-612	-789
Tipo impositivo (%)	4%	175%	29%	29%	29%	28%	28%	28%	28%	28%
Beneficio después de impuestos	-557	-23	367	571	725	874	1029	1234	1556	1984
Minorías	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Beneficio neto	-557	-23	367	571	725	874	1029	1234	1556	1984
Acciones (mn)	586,2	586,2	586,2	586,2	586,2	586,2	586,2	586,2	586,2	586,2
BPA (R\$, diluido)	-0,91	-0,04	0,6	0,94	1,19	1,43	1,68	2,02	2,55	3,25

Para realizar un análisis de las proyecciones de EBITDA, EBIT, EBT y Beneficio Neto de la tabla proporcionada, es importante tener en cuenta los siguientes aspectos:

- Los ingresos netos de la compañía presentan un crecimiento constante a lo largo de los años proyectados.
- El margen bruto se mantiene estable entre el 47% y el 51%, con una ligera tendencia al alza en los años más recientes.
- El EBITDA ajustado también presenta un crecimiento constante a lo largo de los años proyectados, con un aumento significativo en los años 2022 y 2023.
- El EBIT muestra cierta volatilidad en los primeros años, pero se recupera a partir del 2022 y muestra un crecimiento constante hasta el 2028.
- Los gastos financieros netos presentan una tendencia a alza, lo que no favorece el EBT. A pesar de ello este presenta crecimiento debido a que el aumento del EBIT es mayor que el de gastos financieros.

- El tipo impositivo presenta cierta volatilidad, pero se mantiene en un rango entre el 28% y el 30%.
- El beneficio neto muestra una tendencia positiva a partir del 2022, con un crecimiento constante hasta el 2030.
- El BPA presenta una tendencia al alza a lo largo de los años proyectados, con un crecimiento significativo a partir del 2022.

Teniendo en cuenta lo anterior, se puede concluir que las proyecciones de EBITDA, EBIT, EBT y Beneficio Neto muestran un crecimiento constante y positivo a lo largo de los años proyectados, lo que indica que la compañía tiene un buen desempeño financiero y se espera que continúe creciendo en el futuro. Sin embargo, es importante tener en cuenta que cualquier cambio en las condiciones del mercado o en la industria en la que opera la compañía puede tener un impacto en estas proyecciones.

Proyecciones del balance de situación. CAPEX.

AÑO	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TOTAL
CAPEX	251	1790	909	1150	1196	385	341	364	465	-76	6524

El CAPEX, o inversión en bienes de capital, es un indicador importante del gasto de capital y de la inversión en proyectos futuros de una empresa. La tabla muestra el CAPEX proyectado para los próximos nueve años.

En 2021, Smart Fit tiene proyectado un CAPEX de 251 millones de R\$. Para los próximos años, se espera que la inversión en bienes de capital aumente significativamente, alcanzando un pico en 2022 con 1790 millones de R\$. Luego, se espera que disminuya en 2023 y 2024 antes de volver a aumentar en los años siguientes.

En general, la empresa tiene proyectado un CAPEX total de 6524 millones de R\$ durante el período de proyección de nueve años. Es importante destacar que en 2030 se espera una inversión negativa de 76 millones de R\$, lo que indica que la empresa planea vender algunos de sus activos de capital.

La alta inversión en bienes de capital en los próximos años puede ser una señal positiva de que la Smart Fit está invirtiendo en proyectos rentables y de crecimiento a largo plazo. Sin embargo, también es importante tener en cuenta que una inversión excesiva puede afectar negativamente la rentabilidad y la capacidad de la empresa para generar flujo de efectivo libre.

Proyecciones del balance de situación. Deuda neta financiera.

AÑO	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TOTAL
Deuda Financiera Neta	-130	860	1494	2158	2763	2474	1985	1343	553	-1122	12508

En la tabla proporcionada, se presentan las proyecciones de la Deuda Financiera Neta para los próximos nueve años, desde 2022 hasta 2030. La Deuda Financiera Neta es un indicador importante para medir la solvencia y la estabilidad financiera de una empresa, y se calcula como la diferencia entre la Deuda Financiera Total y la Caja y Equivalentes de Caja.

En el año 2021, la empresa presenta una Deuda Financiera Neta negativa de -130 millones de R\$. Esto puede deberse a que la empresa tiene más Caja y Equivalentes de Caja que Deuda Financiera Total en ese momento. A partir de 2022, se espera que la empresa empiece a acumular deuda financiera y la Deuda Financiera Neta aumentará cada año, alcanzando su punto máximo en 2025 con una Deuda Financiera Neta de 2763 millones de R\$.

A partir de 2026, se espera que la Deuda Financiera Neta comience a disminuir gradualmente cada año, lo que indica que la empresa está pagando su deuda financiera y recuperando su estabilidad financiera. Sin embargo, en el año 2030, la empresa vuelve a tener una Deuda Financiera Neta negativa de -1122 millones de R\$, lo que puede ser preocupante, ya que indica que la empresa tiene más Caja y Equivalentes de Caja que Deuda Financiera Total.

En general, la tendencia a largo plazo de la Deuda Financiera Neta es positiva, ya que la empresa está acumulando deuda financiera durante los primeros años y luego pagando esa deuda en los años posteriores.

Proyecciones del balance de situación. NOF.

AÑO	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TOTAL
NOF	6761	6253	7172	8428	10157	10726	11926	13448	15069	16557	99736

Las NOF (necesidades operativas de fondos) indican la cantidad de recursos financieros que una empresa necesita para financiar su ciclo operativo. En la tabla proporcionada, se proyectan las NOF para los próximos nueve años.

Podemos observar que las NOF están aumentando año tras año, lo que indica que la empresa necesita más recursos para financiar su ciclo operativo. El aumento de las NOF

se debe a un aumento del resultado en el volumen de negocios de la empresa, es una empresa en crecimiento con muchos proyectos de inversión.

El total proyectado para las NOF durante los próximos nueve años es de 99736 millones de R\$, lo que indica que la empresa necesitará una cantidad significativa de financiamiento para financiar sus operaciones durante este período.

Es importante destacar que las proyecciones de las NOF son sensibles a una serie de factores, como el nivel de ventas, los costos operativos y los plazos de pago a proveedores. La empresa deberá estar atenta a estos factores para asegurar que tiene suficientes recursos financieros para financiar sus operaciones en el futuro.

4.5. Descuento de flujos y valoración.

4.5.1. Cálculo del Flujo de Caja Libre.

Para calcular el Free Cash Flow (FCF) de una compañía, se necesita restar los gastos de capital (CAPEX) y las inversiones en el capital de trabajo (Working Capital Movement) de su flujo de caja operativo (Operating Cash Flow). La fórmula es:

$$FCF = \text{Operating Cash Flow} - \text{CAPEX} - \text{Working Capital Movement}$$

Usando los datos de la tabla proporcionada, podemos calcular el FCF para cada año:

Año	Flujo de caja operativo	CAPEX	Movimiento del capital circulante	FCL
2015	18	-392	13	-387
2016	224	-254	6	-36
2017	336	-505	63	-232
2018	676	-1383	61	-768
2019	1	-918	-180	-737
2020	1	-1145	-118	-1026
2021	443	-2348	-96	-1809
2022E	464	-1224	-5	-755
2023E	1162	-1524	6	-368
2024E	1637	-1909	31	-303
2025E	2040	-2202	31	-193
2026E	2366	-1521	-16	861
2027E	2710	-1642	24	1044
2028E	2991	-1786	37	1168
2029E	3264	-1911	31	1322
2030E	3512	-1247	6	2259

Por lo tanto, el FCF para Smart Fit varía significativamente cada año. En algunos años, como en 2020 y 2021, el FCF es negativo, lo que significa que la compañía está gastando

más de lo que está generando en efectivo. En otros años, 2025 y 2026, el FCF es positivo, lo que significa que la compañía está generando más efectivo del que está gastando. Es importante tener en cuenta que estos últimos son solo pronósticos, por lo que pueden cambiar en el futuro en función de las condiciones económicas y financieras de la compañía.

4.5.2. Cálculo del Flujo de Caja Libre Descontado y Valor de Empresa (EV).

Para descontar los flujos de caja libre al año n a una tasa WACC del 8,8%, utilizaremos la siguiente fórmula:

$$\text{Flujo de caja libre al año } n / (1 + \text{WACC})^n$$

Usando los flujos de caja libre estimados en la tabla anterior, descontados a una tasa WACC del 8,8%, obtenemos el siguiente flujo de caja libre :

Año	FCL	WACC	Flujo de Caja Libre Descontado
2022E	-755	8,80%	-693,93
2023E	-368	8,80%	-310,88
2024E	-303	8,80%	-235,26
2025E	-193	8,80%	-137,73
2026E	861	8,80%	564,75
2027E	1044	8,80%	629,40
2028E	1168	8,80%	647,20
2029E	1322	8,80%	673,29
2030E	2259	8,80%	1057,44

Una vez calculados los flujos de caja descontados, podemos calcular el valor de la empresa sumando el valor presente de todos los flujos de caja libre descontados y restando el valor de la deuda neta. El valor presente total de los flujos de caja se obtiene sumando los valores presentes de cada flujo de caja descontado: $-693,93 - 310,88 - 235,26 - 137,73 + 564,75 + 629,40 + 647,20 + 673,29 + 1057,44 = 2194,27$ millones de R\$.

A continuación, el total de la deuda neta se calcula restando el efectivo y equivalentes de efectivo de la deuda total. La deuda total se obtiene sumando los empréstitos brutos, arrendamientos, arrendamientos NIIF, acreedores, y otros pasivos a corto y largo plazo: $3590 + 165 + 2856 + 201 + 349 + 63 = 7224$ millones de R\$. El total de efectivo y equivalentes de efectivo es de 3720. Por lo tanto, la deuda neta equivale a 3504 millones de R\$.

Finalmente, el valor de la empresa se calcula restando la deuda neta del valor presente total de los flujos de caja libre descontados:

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Valor presente total de los flujos de caja} - \text{Deuda neta} = 2194,27 - 3504 = -1309,73 \text{ millones de R\$}.$$

En términos generales, un valor negativo podría indicar que la empresa no está generando suficientes flujos de caja para cubrir su deuda y que, por lo tanto, podría estar en una situación financiera precaria. Sin embargo, el valor por sí solo no es suficiente para determinar la salud financiera de la empresa, ya que existen otros factores, como hemos visto anteriormente, a considerar como el tamaño de la empresa, su mercado y su posición competitiva. En este caso los altos niveles de endeudamiento son el causante de esta valoración negativa.

5. Conclusiones.

En términos generales, el análisis financiero de Smart Fit muestra una situación favorable en cuanto a su solvencia y liquidez. La compañía tiene una estructura de capital equilibrada, con una ratio de endeudamiento relativamente baja y una capacidad adecuada para hacer frente a sus compromisos de intereses. Además, cuenta con ratios de liquidez corriente y prueba ácida elevadas, lo que indica que no debería tener problemas para pagar sus deudas a corto plazo.

Sin embargo, en cuanto a su rentabilidad, los resultados son preocupantes, ya que tanto el ROA, el ROE y el ROIC son negativos, lo que indica que la empresa no está generando una rentabilidad adecuada sobre sus activos, recursos propios y capital invertido.

En cuanto a las proyecciones de los estados financieros, se observa un crecimiento constante en los ingresos netos de la compañía, así como en el EBITDA y en el EBIT a lo largo de los años proyectados. Sin embargo, es importante destacar que los gastos financieros netos están aumentando, lo que puede impactar negativamente en el EBT. A pesar de ello, el crecimiento del EBIT es mayor que el de los gastos financieros, lo que resulta en un crecimiento del EBT.

La valoración por descuento de flujos indica que, utilizando los flujos de caja libre estimados y descontados a una tasa WACC del 8,8%, el valor de la empresa es negativo. Esto significa que la empresa no está generando suficientes flujos de caja para cubrir su

deuda y que podría estar en una situación financiera precaria. No obstante en empresas con altos niveles de crecimiento como Smart Fit pueden mostrar flujos de caja negativos en los primeros años, lo cual suele resultar en un valor de empresa negativo en un comienzo, esto no necesariamente indica una mala situación financiera.

En conclusión, aunque la situación financiera actual de Smart Fit es sólida en cuanto a solvencia y liquidez, su rentabilidad es preocupante. Si bien las proyecciones indican un crecimiento constante en los ingresos, el EBITDA y los flujos de caja.

En resumen, aunque la rentabilidad de Smart Fit es motivo de preocupación, las proyecciones apuntan a un crecimiento constante en los ingresos, el EBITDA y los flujos de caja. Además, la situación financiera actual de la empresa es sólida en términos de solvencia y liquidez, lo que la convierte en una opción atractiva a largo plazo.

Bibliografía

BBC News Mundo. (2019, March 21). Los países de América Latina donde se pagan más y menos impuestos. *BBC*. <https://www.bbc.com/mundo/noticias-47572413>

Brasil - Presión Fiscal. (2022, May 2). Datosmacro.com. <https://datosmacro.expansion.com/impuestos/presion-fiscal/brasil>

Composição Acionária. (2021, julio 7). SmartFit RI. https://investor.smartfit.com.br/governanca-corporativa/composicao-acionaria/?gclid=CjoKCQjwr82iBhCuARIsAOoEAZzS6OZ7awe_QFdvbqbq1eGTJfGwnZhwzl6YxP1nuTMyVBfh93m17UaAuObEALw_wcB

Conselho de Administração e Diretoria Executiva. (2021, julio 7). SmartFit RI. <https://investor.smartfit.com.br/governanca-corporativa/conselho-de-administracao-e-diretoria-executiva/>

Do ABC, F. (s/f). *Smart Fit entra no top 5 das maiores redes de academias do mundo*. Com.br. Recuperado el 4 de mayo de 2023, de <http://www.folhadoabc.com.br/index.php/secoes/negocios/item/13604-smart-fit-entra-no-top-5-das-maiores-redes-de-academias-do-mundo>

Estados Unidos - Presión Fiscal. (2023, April 12). Datosmacro.com. <https://datosmacro.expansion.com/impuestos/presion-fiscal/usa>

Fernández, P. (n.d.). *MÉTODOS DE VALORACION DE EMPRESAS*. Iese.edu. Retrieved April 28, 2023, from <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>

López Lubián, F. J. (2001, February 28). *Trampas en valoración de negocios*. Harvard-deusto.com; Revistas Harvard Deusto. <https://www.harvard-deusto.com/trampas-en-valoracion-de-negocios>

México - Presión Fiscal. (2023, April 12). Datosmacro.com. <https://datosmacro.expansion.com/impuestos/presion-fiscal/mexico>

Santander. (2023, January 19). *Presión Fiscal en España en máximos históricos y por encima de la media de la UE*. Santander Bank. <https://www.santander.com/es/sala-de-comunicacion/insights/presion-fiscal-en-espana-en-maximos-historicos-y-por-encima-de-la-media-de-la-ue>

United Nations. (n.d.). *Envejecimiento | Naciones Unidas*. Retrieved April 28, 2023, from <https://www.un.org/es/global-issues/ageing>

Libro de Pablo López, A., & Ferruz Agudo, L. (2007). *Finanzas de empresa*.

(S/f-a). Com.br. Recuperado el 28 de abril de 2023, de <https://investor.smartfit.com.br/otro-grupo/estrategia-e-modelo-de-negocios/>

(S/f-b). Com.br. Recuperado el 28 de abril de 2023, de <https://investor.smartfit.com.br/>

Brealey, Myers y Allen (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. Edu.ar.
https://www.economicas.unsa.edu.ar/afinan/informacion_general/book/princ_de_finanzascorporativas9edmyers.pdf