

**VALORACION FINANCIERA DE LA EMPRESA PROGYM S.A. A TRAVES DE
LA APLICACIÓN DE LOS MODELOS DE VALORACION: FLUJOS DE CAJA
DESCONTADOS Y MÚLTIPLOS COMPARABLES**

**AURA MILENA ARANDA PARRA
JULIANA MARCELA LIZARAZO AMADO
NATALIA SANCHEZ ALMEIDA**

**UNIVERSIDAD DE LA SABANA
ESCUELA INTERNACIONAL CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
ESPECIALIZACIÓN FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
CONVENIO CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA
BUCARAMANGA
2010**

**VALORACION FINANCIERA DE LA EMPRESA PROGYM S.A. A TRAVES DE
LA APLICACIÓN DE LOS MODELOS DE VALORACION: FLUJOS DE CAJA
DESCONTADOS Y MÚLTIPLOS COMPARABLES**

**AURA MILENA ARANDA PARRA
JULIANA MARCELA LIZARAZO AMADO
NATALIA SANCHEZ ALMEIDA**

**TRABAJO DE GRADO
DIRECTOR
SILVIA IGUARAN LINERO**

**UNIVERSIDAD DE LA SABANA
ESCUELA INTERNACIONAL CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
ESPECIALIZACIÓN FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
CONVENIO CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA
BUCARAMANGA
2010**

CONTENIDO

JUSTIFICACION Y ALCANCE.....	12
1 OBJETIVOS.....	13
1.1 OBJETIVO GENERAL.....	13
1.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS.....	13
2 MARCO REFERENCIAL.....	14
2.1 MARCO TEORICO.....	14
3 DIAGNOSTICO DE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE PROGYM S.A.	26
3.1 Presentación de la empresa.....	26
3.1.1 Historia.....	26
3.1.2 Misión.....	27
3.1.3 Visión.....	27
3.1.4 Estructura Organizacional.....	28
3.1.5 Alcance de la valoración:.....	29
3.2 Recolección y análisis de la información.....	29
3.2.1 Información Comercial.....	29
3.2.2 Políticas de Cartera.....	30
3.2.3 Posicionamiento de Progym en el Mercado.....	30
3.2.4 Detalle Mensual de Ventas por Producto.....	31
3.2.5 Información del sector.....	31
3.2.6 Información financiera.....	43
4 APLICACIÓN DE LOS MODELOS DE VALORACIÓN DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS Y DE MÚLTIPLOS COMPARABLES A LA EMPRESA PROGYM S.A.....	53
4.1 VALORACION por FLUJO DE CAJA DESCONTADO.....	53
4.2 Valoración por múltiplos.....	57
4.2.1 Análisis de la empresa objetivo.....	57
4.2.2 Análisis y selección de las compañías comparables.....	57
4.2.3 Selección del múltiplo comparable.....	59
4.2.4 Aplicación del múltiplo de las compañías comparables a la empresa objetivo.....	59

5 COMPARACION E INTERPRETACION DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS DE LOS MODELOS DE VALORACIÓN APLICADOS A PROGYM S.A.61

6 CONCLUSIONES.....62

BIBLIOGRAFIA.....64

LISTA DE CUADROS

Cuadro No. 1 Tasas de descuento según flujo de fondos	16
Cuadro No. 2 Etapas básicas de una valoración por descuento de flujos	19
Cuadro No. 3 Múltiplos mas utilizados.....	21

LISTA DE TABLAS

Tabla No. 1 Empleados de planta y Staff.....	27
Tabla No. 2 Tipos de planes y tarifas base.....	29
Tabla No. 3 Población de Bucaramanga	30
Tabla No. 4 Resumen de ventas mensuales por producto en pesos.....	32
Tabla No. 5 Resumen de ventas mensuales por producto en número de afiliados.	33
Tabla No. 6 Estadísticas del sector: Afiliados – Empleados	42
Tabla No. 7 Estadísticas del sector: Valor mensualidad	43
Tabla No. 8 Balance General de PROGYM S.A. a Dic-2009.....	44
Tabla No. 9 Estados de Resultados PROGYM S.A. a Dic-2009.....	46
Tabla No. 10 Comparación Ingresos del mes e Ingresos contables	47
Tabla No. 11 Costos y Gastos Operacionales de PROGYM S.A. a Dic-2009	48
Tabla No. 12 Indicadores de Liquidez.....	50
Tabla No. 13 Indicadores Rotación.....	50
Tabla No. 14 Indicadores Endeudamiento.....	51
Tabla No. 15 Indicadores Rentabilidad	51
Tabla No. 16 Variables Macroeconómicas	53
Tabla No. 17 Promedio DTF histórica de los últimos 6 años	54
Tabla No. 18 Valor Terminal	57
Tabla No. 19 Aplicación del múltiplo de las compañías comparables a la empresa objetivo	60

LISTA DE GRAFICAS

Gráfico No. 1 Organigrama.....	28
Gráfico No. 2 Top 10 Mercado Latinoamericano	34
Gráfico No. 3 Balance de 2008 para cada empresa e Impacto de la Crisis internacional en la empresa.....	36
Gráfico No. 4 Dificultades: Externa e Internas.	36
Gráfico No. 5 Dificultades – Respuestas totales.....	38
Gráfico No. 6 Desafíos. Hacia Dentro y Hacia Afuera	39
Gráfico No. 7 Desafíos – Respuestas totales	41

LISTA DE ANEXOS

Anexo No. 1 Estados Financieros proyectados	67
Anexo No. 2 Calculo del Disponible.....	69
Anexo No. 3 Calculo del WACC.....	71
Anexo No. 4 Flujo de Caja Descontado del Proyecto	72

GLOSARIO

Apalancamiento financiero: Endeudamiento de la empresa

Aumento de valor de los accionistas: en la diferencia entre la riqueza a final de un año y la que poseían el año anterior.

Beta de una Acción: parámetro que mide el riesgo incremental que aporta una acción a una cartera de valores diversificada. Mide el riesgo sistemático, no diversificable o riesgo de mercado. Es la sensibilidad de la rentabilidad de una acción a los movimientos del mercado. Existen los siguientes tipos de beta: apalancada, sin apalancar, de la deuda, completa y simplificada.

Capital Cash Flow (CCF): es la suma del cash flow disponible para las acciones y del cash flow para la deuda.

Capitalización: valor de mercado de las acciones de la empresa, esto es la cotización de cada acción multiplicada por el número de acciones.

CAPM (modelo de equilibrio de activos financieros): modelo de valoración de activos que relaciona el riesgo con la rentabilidad esperada de acuerdo con la expresión: $E(r) = R_f + B (E(R_m) - R_f)$

Cash Flow Contable: suma del beneficio más la amortización.

Cash Flow Normativo: flujo apropiado como referencia para calcular el valor residual como una perpetuidad creciente a una tasa constante.

Cash Flow Accionistas: flujo disponible para las acciones en un periodo determinado. Es igual a todas las entradas de dinero menos todas las salidas de dinero en ese periodo. Es el dinero que queda disponible para los accionistas que se destinara a dividendos o a recompra de acciones. Una forma de calcularlo es restar al FCF los intereses de la deuda y los pagos de principal.

Inflación: incremento medio del nivel de precios manteniendo constante la calidad de los bienes. Se mide utilizando el IPC (índice de precios al consumidor).

Ke (tasa levered): es la rentabilidad exigida a las acciones en la empresa apalancada.

Ku (tasa unlevered): es la rentabilidad exigida a las acciones en la empresa no apalancada. Ku es menor que Ke ya que en el caso de que la empresa no tenga deuda en su estructura de capital, el riesgo financiero que soportan los accionistas es menor.

NOF: Tesorería + Deudores + Inventarios - Proveedores

TIR (Tasa Interna de Retorno): es la tasa de descuento que iguala el valor actual de los flujos a cobrar y a pagar resultantes de una inversión en la fecha inicial de la misma, es decir, es la tasa que hace que el valor actual neto de los flujos sea igual a cero.

VA: Valor Actual, es el valor hoy de los flujos que se cobraran o se pagaran en periodos futuros, descontados a una tasa de descuentos apropiada.

WACC: Costo Promedio Ponderado de los Recursos, es el costo promedio de la deuda y de las acciones ponderando en función de sus pesos correspondientes.

WACCb: Costo Promedio Ponderado de los Recursos antes de impuestos

CAPF: Los Centros de Acondicionamiento y Preparación física son establecimientos que prestan un servicio médico de protección, prevención, recuperación, rehabilitación y control, esto a través de la recreación, el deporte, la terapia y otras actividades relacionadas y debidamente autorizadas

PER: Price earning ratio, por sus siglas en ingles.

P/CE: price to cash Earnings, por sus siglas en inglés

P/S: price to sales, por sus siglas en inglés

P/BV: price to book value, por sus siglas en inglés

EV: earning value, por sus siglas en inglés

EBITDA: earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, por sus siglas en ingles.

P/FAD: Price to funds available for distribution, por siglas en ingles.

P/NAV: Price to net asset value, por sus siglas en ingles.

RESUMEN

PROGYM S.A., es una Empresa santandereana que Centro de Acondicionamiento y Preparación Física que comenzó operaciones en febrero de 2009, actualmente está gestionando la apertura de la segunda sede y planea abrir una tercera sede en el mismo departamento.

Los socios están interesados en conocer el valor actual de la Empresa, para lo cual en el presente trabajo se aplican a Progym los modelos de valoración de Flujos de de caja descontados a 10 años y de Múltiplos comparables.

JUSTIFICACION Y ALCANCE

PROGYM S.A. es un Centro de Acondicionamiento y Preparación Física que inició operaciones en febrero de 2009 en la ciudad de Bucaramanga y actualmente está realizando el montaje de un nuevo ProGym en la ciudad de Barrancabermeja.

La inversión inicial necesaria para el montaje de un proyecto de estas características es elevada, y existe la posibilidad de abrir otro CAPF en el área metropolitana de Bucaramanga, en el Centro Comercial La Florida, Cañaveral. Por esta razón, es de interés para los accionistas conocer el estado actual de su inversión con base al comportamiento del CAPF ProGym que actualmente está funcionando y al ProGym que comienza operaciones en Febrero de 2011.

Por otro lado, una compañía de Fitness ha manifestado su interés en una posible compra de PROGYM S.A. porque está interesado en ingresar a la ciudad de Barrancabermeja y al sector de cañaveral en Floridablanca, ciudades donde no hay espacio para dos CAPF de las mismas características.

El resultado de este proyecto otorgará a los accionistas información sobre el estado actual de su inversión y el valor real de PROGYM S.A. en el mercado, el cual será el punto de partida ante una posible negociación y para la confirmación de la apertura de otro ProGym en Floridablanca.

1 OBJETIVOS

1.1 OBJETIVO GENERAL

Valorar financieramente la Empresa PROGYM S.A. a través de la aplicación de los modelos de valoración: Flujos de caja descontados y Múltiplos comparables.

1.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS

- Diagnosticar la situación financiera de PROGYM S.A.
- Aplicar los modelos de valoración de Flujos de Caja Descontados y de Múltiplos Comparables a la Empresa PROGYM S.A.
- Comparar los resultados obtenidos de los modelos de valoración aplicados a PROGYM S.A.
- Interpretar los resultados obtenidos de cada modelo

2 MARCO REFERENCIAL

2.1 MARCO TEORICO

La valoración de una empresa es un procedimiento que requiere contestar adecuadamente las siguientes preguntas, con el fin de obtener un resultado exitoso:

¿Qué se está haciendo?

¿Por qué se está haciendo la valoración de determinada manera?

¿Para qué se está haciendo la valoración?

¿Para quién se está haciendo?

Todos los errores en valoración de empresas se deben a no contestar adecuadamente alguna de estas cuatro preguntas, esto es, a falta de conocimientos o a falta de sentido común (o a la falta de ambos).

¿Para qué sirve una valoración?

Operaciones de compra-venta:

- Para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar
- Para el vendedor, la valoración le indica el precio mínimo por el que debe vender. También le proporciona una estimación de hasta cuánto puede estar dispuesto a ofrecer a distintos compradores.

Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa: La valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, ordenar, crecer o comprar otras empresas.

Planificación estratégica:

- La valoración de la empresa y de las distintas unidades de negocio es fundamental para decidir qué productos/líneas de negocios/países/clientes....mantener, potenciar o abandonar.
- La valoración permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor

Los principales métodos de valoración se pueden clasificar en seis grupos:

Balance: Valor contable Valor contable ajustado Valor de liquidación Valor sustancial	Múltiplos de: Beneficio: PER Ventas EBITDA Otros múltiplos	Mixtos (Goodwill): Clásico Unión de expertos Contables europeos Renta abreviada
Descuento de flujos Free cash flow Cash flow acciones Dividendos Capital cash flow	Creación de valor EVA Beneficio económico Cash value added CFROI	Opciones Black y Scholes Opción de invertir Ampliar el proyecto Aplazar la inversión

“El método más apropiado para valorar una empresa es el basado en el descuento de los flujos de fondos futuros esperados, ya que el valor de las acciones de una empresa proviene de la capacidad de la misma para generar dinero para los propietarios de las acciones.

Los otros métodos fallan bien sea porque calculan el valor desde una perspectiva estática sin tener en cuenta la evolución futura de la empresa, o porque hacen depender la valoración de la subjetividad del analista. En ciertos casos pueden utilizarse como aproximación, si se requiere una valoración rápida o si los cash flow son muy inciertos y complicados de calcular.”¹

Teniendo en cuenta que PROGYM S.A. no cuenta con datos históricos financieros de años atrás, no se pueden utilizar los métodos basados en el Valor Patrimonial, en el Beneficio y en el Fondo de Comercio (Good Will).

Visualizando las perspectivas de la empresa a futuro, los métodos más apropiados para valorar una empresa son: Descuento de los Flujos de Caja Esperados, ya que el valor de la empresa proviene de la capacidad de generar valor para sus accionistas y el método de Valoración por múltiplos.

Métodos basados en el descuento de flujos de fondos (Cash Flows)

En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. El valor de las acciones de una empresa-suponiendo su continuidad- proviene de la capacidad de la misma para

¹ Valoración de Empresas, Como medir y gestionar la creación de valor. Pág. 72.

generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valora una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados.

Los método de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows correspondientes a las operaron de la empresa. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes, se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados.

Determinación del cash flow adecuado para descontar y balance financiero de la empresa

Para entender cuáles son los cash flows básicos se pueden considerar las distintas corrientes de fondos que genera una empresa y las tasas de descuento apropiadas para cada flujo:

FLUJOS DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
Cfac. Flujo de fondos para los accionistas	Ke: Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. Flujo de fondos para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. Flujo de fondos libre (free cash flow)	WACC. Coste ponderado de los recursos

Cuadro No. 1 Tasas de descuento según flujo de fondos

Fuente: Valoración de Empresas, Como medir y gestionar la creación de valor. pág 43

El Free Cash Flow

El Free Cash Flow (FCF), también llamado flujo de fondos libre, es el flujo de fondos operativos, esto es el flujo de fondos generado por las operaciones sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por lo tanto, no existen cargas financieras. En este método, nos centramos en el rendimiento económico de los activos de la empresa después de impuesto, visto desde la perspectiva de la empresa en marcha y teniendo en cuenta en cada periodo las inversiones necesarias para la continuidad del negocio. Es importante destacar, que en el caso de que la empresa no tuviera deuda, el flujo de fondos libre seria idéntico al flujo de fondos para los accionistas, que es otra de las variantes de los cash flows que se utilizan para valoraciones.

El Cash Flow disponible para las acciones (inversionistas)

Se calcula restando el flujo de fondos libre, los pagos de capital e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo de los poseedores de la deuda, y sumando la aportación de nueva deuda. Es en definitiva, el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos, haber abonado las cargas financieras y haber devuelto el capital de la deuda que corresponda.

Calculo del valor de la empresa a través del Free Cash Flow

Para calcular el valor de la empresa mediante este método, se realiza el descuento de los free cash flows utilizando el costo promedio ponderado de deuda y acciones o costo promedio ponderado de los recursos (WACC)

$$E + D = \text{Valor Actual (FCF;WACC); donde } WACC = \frac{E * K_e + D * K_d * (1 - T)}{E + D}$$

Siendo:

D: valor de mercado de la deuda

E: valor de mercado de las acciones

Kd: costo de la deuda antes de impuestos = rentabilidad exigida a la deuda

T: tasa impositiva

Ke: rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas.

Cálculo del valor de las acciones a partir del Cash Flow disponible para las acciones

El valor de mercado de las acciones de la empresa se obtiene descontando el cash flow disponible para las acciones a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas a la empresa (K_r). Sumando este valor de las acciones y el valor de mercado de deuda, se determina el valor de la empresa.

La rentabilidad exigida por los accionistas puede estimarse a través de alguno de los siguientes métodos:

a) Modelo de valoración de crecimiento constante de Gordon y Shapiro:

$$K_r = (\text{Div1} / P_o) + g$$

Siendo:

Div1: dividendos a percibir en el periodo siguiente = $\text{Divo}(1+g)$

Po: precio actual de la acción

g: tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos

b) A partir del modelo de equilibrio de activos financieros (CAPM) que define así la rentabilidad exigida por los accionistas:

c)

$K_r = R_f + \beta P_M$

Siendo:

Rf: tasa de rentabilidad para inversiones sin riesgo (de bonos del estado)

β : beta de la acción

PM: prima de riesgo del mercado

Calculo del valor de la empresa a partir del capital Cash Flow

Según este modelo, el valor de la empresa es igual al valor actual de los Capital Cash Flows (CCF) descontados al costo ponderado de los recursos antes de impuesto (WACC BT)

Etapas básicas de una valoración por descuento de flujos

Las etapas fundamentales para realizar una valoración por descuento de flujos son:

1. Análisis histórico y estratégico de la empresa y el sector	
A. Análisis financiero	B. Análisis estratégico y competitivo
Evolución cuentas de resultados y balances Evolución flujos generados por la empresa Evolución inversiones de la empresa Evolución financiación de la empresa	Evolución del sector Evolución posición competitiva de la empresa Identificación de la cadena de valor Posición competitiva principales competidores
2. Proyecciones de los flujos futuros	
A. Previsiones financieras	B. Previsiones estratégicas y competitivas
Cuentas de resultados y balances Flujos generados por la empresa Inversiones Financiación Valor residual o Terminal Previsión de varios escenarios	Previsión de la evolución del sector Previsión posición competitiva de la empresa Posición y evolución estratégica competidores
3. Determinación del costo (rentabilidad exigida) de los recursos	
Para cada unidad de negocio y para la empresa en su conjunto: Costo de la deuda, rentabilidad exigida a las acciones y coste ponderado de los recursos.	

4. Actualización de los flujos futuros
Actualizar flujos previstos a sus tasas correspondientes. Valor actual del valor residual. Valor de las acciones.
5. Interpretación de resultados
Benchmarking del valor obtenido: comparar con empresas similares. Identificación de la creación de valor prevista. Sostenibilidad de la creación de valor (horizonte temporal). Análisis de sensibilidad del valor a cambios en parámetros fundamentales. Justificación estratégica y competitiva de la creación de valor prevista.

Cuadro No. 2 Etapas básicas de una valoración por descuento de flujos

Fuente: Valoración de Empresas, Como medir y gestionar la creación de valor. Pág. 50-51

Valoración por múltiplos

Los múltiplos son útiles en una segunda fase de la valoración: una vez realizada la valoración por descuento de flujos, una comparación con los múltiplos de empresas comparables permite calibrar la valoración realizada e identificar diferencias entre la empresa valorada y las comparables. A continuación la metodología para realizar la valoración por múltiplos:

Metodología para realizar la valoración por múltiplos

Para hallar el valor de la empresa objeto de estudio por medio de los múltiplos comparables, es necesario realizar los siguientes pasos:

Primer paso: Análisis de la empresa objetivo.

El análisis de la empresa objetivo resulta imprescindible para tener un mejor criterio a la hora de realizar la valoración e interpretar los resultados obtenidos.

A continuación una lista que sirve de orientación para los posibles aspectos a analizar:

- Actividad que desarrolla (análisis de productos y/o servicios que ofrece)
- Nacionalidad
- Historia de la compañía
- Características del sector (proveedores, clientes, competidores, marco legal y posicionamiento dentro del mismo)
- Estructura accionaria
- Análisis de los datos de mercado (en caso de cotizar en bolsa)
- Análisis de los estados financieros de los últimos tres años
- Estructura de la organización
- Evaluación de la dirección
- Participación en otras empresas, alianzas estratégicas, etc.

Segundo paso: Análisis y selección de las compañías comparables

La selección de las compañías comparables es, sin duda alguna, uno de los aspectos claves de esta metodología. Todo estudio posterior puede verse distorsionado o carece de sentido si no se seleccionan las empresas más adecuadas. A continuación se nombraran algunos de los factores que deberían cumplir estas compañías en relación a la empresa objeto para ser incluidas en el análisis.

- Deben ser compañías que coticen en bolsa
- Deben realizar la misma actividad que realiza la empresa objeto
- Tener un portafolio de productos/servicios similares
- Estar en un mismo país o región
- Tener un tamaño similar de ventas
- Perspectiva de crecimiento similar
- Rentabilidades similares
- Estructura de gastos similar

Hay que destacar que en la práctica no es fácil encontrar compañías que cumplan todos o incluso algunos de los factores anteriormente mencionados, por lo tanto se hace necesario realizar el proceso de valoración con compañías con criterios algo diferentes a los de la compañía objeto.

Otros de los aspectos a tener en cuenta es, el número de compañías comparables para realizar el análisis. Es aconsejable partir de una muestra grande para posteriormente ir eliminando aquellas que sus múltiplos resultantes se alejen demasiado de los resultados de la muestra. Para determinarse cuáles son las más adecuadas, puede analizarse los resultados históricos de las compañías comparables y de la empresa objeto (como ventas, margen operativo, margen neto, apalancamiento, etc.).

Tercer paso: Cálculo y selección de los múltiplos.

A continuación un resumen de los múltiplos más utilizados para valorar algunos sectores.

Sector	Subsector	Múltiplos más utilizados
Automotor	Fabricantes, componentes	P/S, P/CE
Bancos		P/BV
Materiales	Papel, químicos, minería	P/BV, EV/EBITDA
Servicios		EV/EBITDA
Sanidad		PER, EV/EBITDA
Transporte	Aéreo, terrestre	P/S, EV/EBITDA
Inmobiliarias		P/FAD, P/NAV, EV/EBITDA

Cuadro No. 3 Múltiplos mas utilizados

Fuente: Valoración de Empresas, Como medir y gestionar la creación de valor. Pág. 185

Para hallar los múltiplos a aplicar a la empresa objeto, se utilizan algunas veces la media o la mediana del total de empresas comparables de las que se dispone información, pero esto no es del todo aconsejable. Resulta más adecuado seleccionar las dos, tres o cuatro compañías más comparables y tomar el rango final de múltiplos solamente entre ellas.

Cuarto paso: Aplicación de los resultados a la empresa objetivo

Este paso corresponde a multiplicar esos ratios por los datos correspondientes de la empresa objetivo, para poder así hallar la información deseada.

El rango de múltiplos obtenido debe aplicarse a las ventas, EBITDA, EBIT, valor en libros, etc. Según el múltiplo seleccionado.

Quinto paso: Análisis de la valoración

Una vez obtenido el rango de valores de la empresa objetivo, se dividen los resultados por los datos de la compañía, con objeto de obtener los múltiplos de la misma y poder así comprobar si están en línea con el resto del sector

Por último se debe justificar el resultado obtenido, para ello, analizamos una serie de variables a la vez que aplicamos nuestro criterio para ver si los resultados obtenidos tiene o no sentido.

El método de valoración por múltiplos puede llegar a ser una herramienta muy útil, se sabe empelar, algunos de los pros son: los valores de mercado incorporan la percepción de todos los inversionistas, reflejado las perspectivas de la compañía, tendencias del sector, riesgos del negocio, crecimiento del mercado, etc., de igual manera sirve para comprobar el valor obtenido a través del descuento de flujo de caja. Pero por otro lado, esta valoración presenta algunos inconvenientes como: dificultad para encontrar compañías 100% comparables y en algunos casos, no es fácil encontrar los datos financieros necesarios.

Múltiplos más utilizados

Aunque el PER y el EV/EBITDA son los múltiplos más populares para valorar empresas, también es verdad que en función del sector que se esté analizando, unos múltiplos son más apropiados que otros

Los múltiplos se pueden dividir en tres grupos:

Múltiplos basados en la capitalización de la empresa (valor de las acciones: E)

Múltiplos basados en el valor de la empresa (valor de las acciones y la deuda: E+D)

Múltiplos relativos al crecimiento.

Múltiplos basados en la capitalización.

- **Price Earnings Ratio (PER)**

PER: capitalización /beneficio neto total = capitalización /beneficio por acción.

A veces se utiliza la media de los beneficios de los últimos años o de los próximos.

- **Capitalización/ Cash flow contable. Price to cash Earnings (P/CE)**

P/CE: capitalización bursátil/(beneficio neto más depreciación y amortización)

- **Capitalización/ Ventas. Price to sales (P/S).**

P/S: capitalización bursátil/ventas = precio de la acción/ventas por acción

Ese múltiplo compara las ventas con la capitalización (valor de las acciones) únicamente. Sin embargo, las ventas son atribuible a todos los participantes en la empresa: accionistas, acreedores, ..etc. Este múltiplo se utilizó para valorar empresas de internet, también empresas de infraestructura de telecomunicaciones, empresas de autobuses, aseguradoras y farmacias.

- **Capitalización/ Cash flow para las acciones recurrentes. Price to levered free cash flow (P/LFCF).**

P/LFCF: capitalización bursátil/(beneficio operativo después de intereses y después de impuestos + depreciación + amortización – aumento de necesidades operativas de fondos – inversiones en los negocios existentes.

- **Capitalización/ Valor contable de las acciones. Price to book value (P/BV)**

VM/VC = P/BV: capitalización bursátil/valor contable de los fondos propios

Esté múltiplo se utiliza con frecuencia para valora bancos. Otros sectores que usan P/BV o derivados de él son el de papel y pasta, el sector inmobiliario y seguros.

- **Capitalización/ Cliente. Price to customer.**

$P/customer = \text{capitalización bursátil/número de clientes}$

Se utiliza con frecuencia en empresas de móviles y de internet.

- **Capitalización/ Ventas en unidades físicas. Price to units.**

Se usa con frecuencia para valorar empresas de bebidas refrescantes y empresas de productos de consumo.

- **Capitalización/ Capacidad productiva. Price to output.**

Se usa para valorar empresas cementeras y de productos poco diferenciados.

- **Capitalización/ Habitante. Price to potential customer.**

Algunos analistas utilizan este múltiplo para valorar empresas de internet.

Múltiplos basados en el valor de la empresa.

Estos múltiplos son similares a los anteriores pero utilizan como numerador la suma de la capitalización bursátil y la deuda financiera de la empresa. A esta suma se le suele denominar valor de la empresa.

- **Valor de la empresa/ EBITDA. Enterprise value to EBITDA (EV/EBITDA).**

EV/EBITDA: valor de la empresa/beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

Es utilizada por varios analistas pero el EBITDA tiene ciertas limitaciones:

No incluye los cambios en las necesidades operativas de fondos

No considera las inversiones en activos

- **Valor de la empresa/ Ventas. Enterprise value to sale (EV/Sales).**

EV/Sales: valor de la empresa/ventas

- **Valor de la empresa/ Free cash flow. Enterprise value to unlevered free cash flow (EV/FCF).**

EV/FCF: valor de la empresa/(beneficio antes de intereses y después de impuestos + depreciaciones + amortizaciones – incremento en la necesidades operativas de fondos – inversiones en activos)

Múltiplos relativos al crecimiento

- **PER/ Crecimiento del BPA. (PER/g). en inglés P/EG o PEG.**

$PER/g = P/EG = PEG = PER/\text{crecimiento del beneficio por acción en los años}$

Lo usan sectores en crecimiento.

- **(Valor de la empresa/EBITDA)/ Crecimiento del EBITDA en los próximos años. En inglés EV/EG.**

$EV/EG = EV/EBITDA (\text{histórico})/\text{crecimiento del EBITDA en los próximos años}$

Al igual que el anterior se usa para los sectores en crecimiento especialmente en sanidad, tecnología y telecomunicaciones.

Múltiplos relativos.

Existen principalmente tres valoraciones relativas:

Con respecto a la historia de la empresa

Múltiplos relativos históricos = múltiplo/media del múltiplo de los últimos años

Un problema de los múltiplos históricos es que dependen de factores externos a la empresa, como por ejemplo, los tipos de interés y el momento bursátil. Además la composición y naturaleza de los negocios de muchas empresas cambia sustancialmente a lo largo del tiempo, por lo que no tiene mucho sentido compararlas con años anteriores.

Con respecto al mercado

Múltiplo relativo al mercado = múltiplo de la empresa/múltiplo del mercado

Con respecto al sector

Múltiplo relativo al sector = múltiplo de la empresa/múltiplo del sector.

Un problema es que cuando el sector está sobrevalorado las empresas se sobrevaloran.

Selección del múltiplo a utilizar:

De los múltiplos anteriormente descritos existe una selección para emplearlos según los sectores en que se esté realizando la valoración.

Para el caso específico de este trabajo se mencionaran los más utilizados en el sector servicios:

EV/EBITDA y EV/CE

Creación de valor y valor de mercado – Valor Contable.

En ocasiones la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable se relaciona con la creación de valor de las empresas. Pero en realidad este es únicamente cierto para una empresa que se acaba de crear y es absolutamente falso si hablamos de empresas activas creadas anteriormente: en este caso no tiene nada que ver la creación de valor con la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable.

Este razonamiento se basa en considerar que el valor contable representa la inversión que los propietarios de las acciones han realizado en la empresa. Pero esto sólo sucede en el momento en que se crea la empresa; en cualquier otro momento posterior el valor contable no coincide con la aportación de los accionistas, sino que es la suma del capital inicial desembolsado y de otros conceptos. Así pues, el valor contable de una empresa suele ser la aportación inicial de los socios más los beneficios obtenidos en cada periodo más las ampliaciones de capital, menos disminuciones de capital si las hubo y más aumentos de capital por revalorizaciones de activos. Asociar el valor contable con la cantidad invertida por los accionistas, es un error.

Influencia de la inflación en el valor de las empresas

La rentabilidad de las inversiones depende de los efectos de la inflación. Cuando las tasa de inflación son elevadas, el beneficio de las empresas se encuentra artificialmente inflado (sin que esto se deba a una mejor situación de la empresa), lo que origina que los impuestos que pagan sean mayores que si no hubiera inflación. De esta manera la rentabilidad real de las inversiones es menor. En el caso de la legislación vigente en el país no permita realizar una regularización de activos, los impuestos se llevaran una parte importante del valor de la empresa, tanto mayor cuanto mayor sea la inflación.

Para analizar el efecto de la inflación, nos serviremos de las empresas estrada, que son dos empresas con la misma actividad e idénticas condiciones relativas en sus mercados, pero ubicadas en países con tasas de inflación muy distintas. El problema de la inflación y sus consecuencias se presenta de forma clara. Su resolución es muy sencilla.

3 DIAGNOSTICO DE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE PROGYM S.A.

Por medio de visitas, charlas y entrevistas con las personas involucradas en el proceso, se obtuvo la siguiente información:

3.1 PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA

3.1.1 Historia

PROGYM S.A es una Empresa Santandereana que se constituyó en el año 2008 con el fin de hacer el montaje de un Centro de Acondicionamiento y Preparación Física (CAPF) en la ciudad de Bucaramanga, como alternativa para satisfacer las necesidades de ejercicio, salud y bienestar de los santandereanos. Es así como en febrero de 2009 inician las actividades de ProGym, en instalaciones de 1.200 metros cuadrados que se caracterizan por contar con exclusivos equipos cardiovasculares de avanzada tecnología a nivel mundial, con circuitos de pesas libres y sectorizadas con tecnología de punta, modernos estudios de Aeróbicos, Spinning y Pilates, una tienda con productos naturales, Internet Wi - Fi libre, zonas húmedas, salones y estudios personalizados.

Cuentan con una gran variedad de servicios, tales como: Spinning, Steps, Stretch, Yoga, Aeróbicos, Balance, Mat Pilates, Body Shock, Tae Bo, Box, Kick Boxing, Pesas y Cardio.

Actualmente ofrecen sus servicios en la ciudad de Bucaramanga y se tiene proyectado abrir un nuevo centro de acondicionamiento físico con las mismas características en el Centro Comercial San Silvestre, en la ciudad de Barrancabermeja, el cual se inauguraría en Febrero de 2010.

Cuentan con 33 empleados entre directos y de staff, los cuales están distribuidos de la siguiente manera:

Empleados de Planta	
Área	Cantidad
Servicio al Cliente	3
Auxiliar Contable	1
Coordinadora Fitness	1
Entrenador	3
Aseo	4
mantenimiento equipos	1
Total	13

Staff	
Área	Cantidad
Gerente	1
Coordinadora Administrativo y Financiero	1
Contador	1
Grupales	10
Fisioterapeutas	3
Nutricionistas	2
Médicos	2
Total	20

Tabla No. 1 Empleados de planta y Staff
Fuente: Autores del proyecto

3.1.2 Misión

“PROGYM S.A. es un centro de acondicionamiento y preparación física que presta un excelente servicio para la salud y bienestar de sus afiliados, gracias a que cuenta con equipos de tecnología de punta, con una gran variedad de servicios y con un equipo de asesores profesionales que satisfacen plenamente las necesidades y expectativas de sus afiliados al suministrarles soluciones integrales.”

3.1.3 Visión

“Ser una compañía líder en Santander en el año 2.014 en la prestación de servicios de asesoría, preparación y acondicionamiento físico, para el mejoramiento de la calidad de vida, bienestar y salud de sus afiliados, con un talento humano altamente calificado y con la capacidad de satisfacer las expectativas generando valor para la compañía y la comunidad.”

3.1.4 Estructura Organizacional

A continuación se presenta el organigrama de la Empresa:

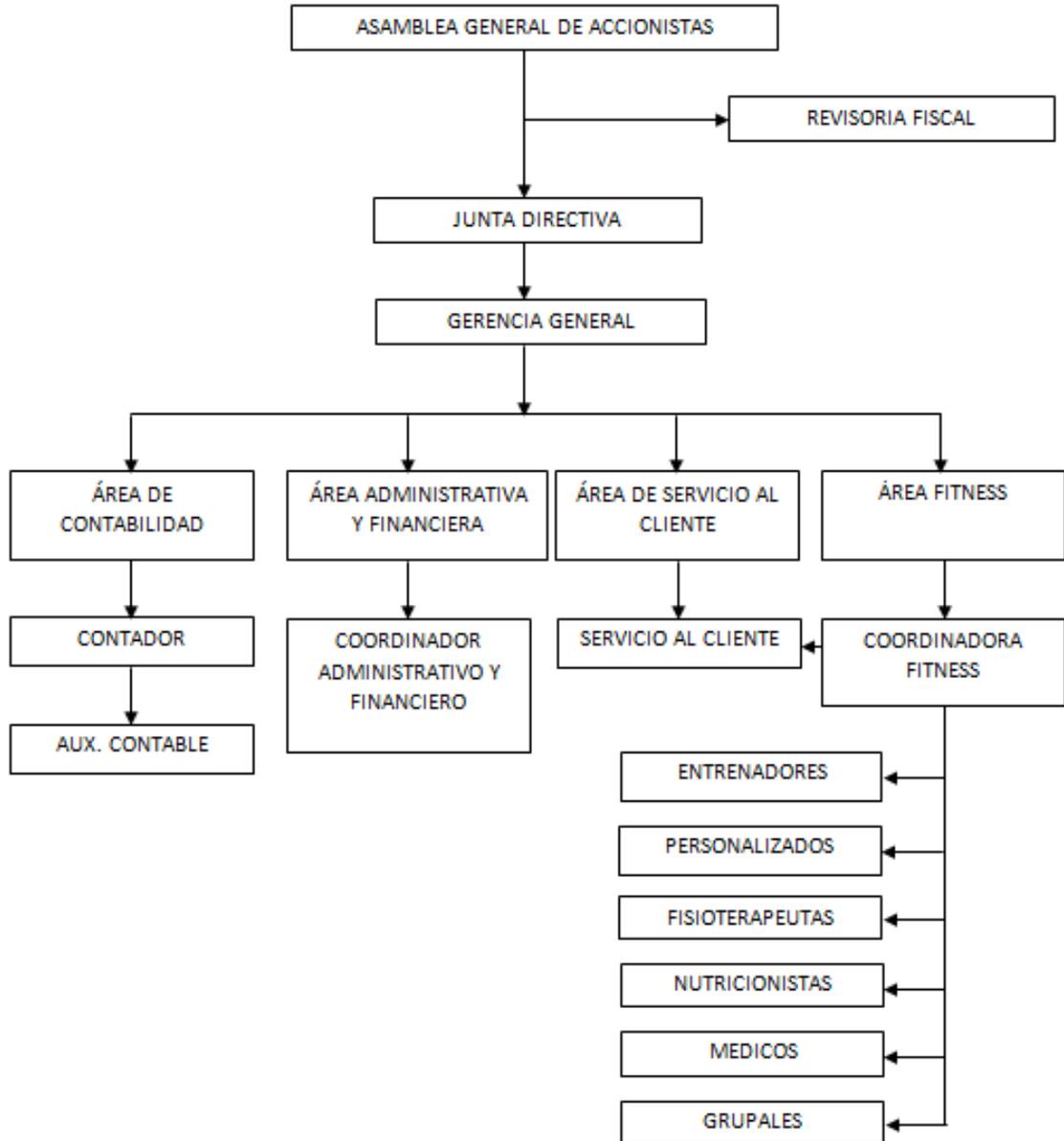


Gráfico No. 1 Organigrama
Fuente: Autores del proyecto

3.1.5 Alcance de la valoración:

Actualmente se está adecuando el local de Progym Barrancabermeja, y se presenta la oportunidad de abrir otro CAPF ProGym en el área metropolitana de Bucaramanga, en el Centro Comercial La Florida, Cañaveral, en la ciudad de Floridablanca.

Teniendo en cuenta que la inversión inicial para el montaje de un proyecto de estas características es elevada, es de vital interés para los accionistas conocer el estado actual de su inversión en la compañía y revisar que tan atractivo es el negocio en sí, con base al CAPF ProGym que actualmente está funcionamiento y las proyecciones de la nueva sede a abrir en Barrancabermeja.

Además, existe una compañía de Gimnasios que ha manifestado su interés en una posible compra de PROGYM S.A. debido a que ProGym maneja un concepto similar a los Gimnasios de su cadena, y adicionalmente está interesado en ingresar a la ciudad de Barrancabermeja y al sector de cañaveral en Floridablanca.

El resultado de este proyecto brindará a los accionistas información sobre el estado actual de su inversión y el valor real de PROGYM S.A. en el mercado, el cual será el punto de partida ante una posible negociación y la toma de decisiones relacionadas con futuros proyectos de la Empresa.

3.2 RECOLECCIÓN Y ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN

3.2.1 Información Comercial

A continuación una tabla con los diferentes planes de acondicionamiento físico que ofrece ProGym y su precio base para el año 2010:

Tipo De Plan	Precio Base
Año	\$ 1.200.000
Semestre	\$ 765.000
Trimestre	\$ 490.000
Mensual	\$ 155.000
Día	\$ 35.000
Semana	\$ 60.000
Tiquetera 10 Dias	\$ 145.000
Tiquetera 20 Dias	\$ 255.000

Tabla No. 2 Tipos de planes y tarifas base

Fuente: Autores del proyecto

También existen programas como ProGym Familia y Progym Amigos que dan descuentos especiales por afiliarse más de 3 personas, y tarifas especiales para estudiantes con el programa ProGym Estudiantes y para personas mayores con el plan Prosenior.

Respecto a la tabla anterior es importante tener en cuenta que PROGYM ha realizado en cada uno de los meses del año, campañas publicitarias con promociones que permite acceder a los planes por un menor precio. Por tal razón, estos precios base son un parámetro a partir del cual se han realizado las diferentes afiliaciones.

Teniendo en cuenta la naturaleza de PROGYM, cada vez que una persona se vincula por primera vez, es requisito cancelar una cuota de inscripción por un valor de \$75.000, que incluye la valoración física por parte de un médico y tiene la opción de escoger entre una cita con una nutricionista o una fisioterapeuta. Esto se realiza con el fin de tener la historia médica de cada uno de los afiliados (Política obligatoria para los CAPF).

3.2.2 Políticas de Cartera

PROGYM S.A. no otorga plazo de pago a sus afiliados. La cancelación se realiza de contado y tienen la opción de pagarlo vía Tarjeta debito, Tarjeta de crédito o efectivo.

A partir del mes de Abril de 2009 se estableció un convenio con CAPRUIS (Caja de Previsión Social de la Universidad Industrial de Santander), donde CAPRUIS le subsidia a sus afiliados los tres primeros meses de servicio en PROGYM; el plazo de pago es mes vencido. Y en el mes de Agosto se realizó el mismo convenio con la Empresa Sistemas y Computadores SYC.

3.2.3 Posicionamiento de Progym en el Mercado

Número total de Afiliados de PROGYM S.A. a febrero 28 de 2010: 1.215 afiliados.

Población de Bucaramanga y su área metropolitana:

	Total	Hombres	Mujeres
Bucaramanga	509.918	241.828	268.090
Floridablanca	252.472	118.161	134.311
Girón	135.531	66.614	68.917
Piedecuesta	116.914	56.719	60.195
Área Metropolitana	1.014.835	483.322	531.513

Tabla No. 3 Población de Bucaramanga

Fuente: www.dane.gov.co

“De acuerdo con Nicolás Loaiza Presidente de Inverdesa S.A., dueña de las marcas BODYTECH y ATHLETIC, "en Colombia la expansión del sector apenas comienza, pues el nivel de penetración de los gimnasios es menor al 1 %".²

Teniendo en cuenta esta afirmación, la población de Bucaramanga, que es la población que asistiría a ProGym Cabecera, es de 5.099 personas, de las cuales 1.215 asisten a PROGYM S.A. Por lo tanto PROGYM obtuvo durante su primer año de funcionamiento, una participación del 24% en el mercado.

3.2.4 Detalle Mensual de Ventas por Producto

Las tablas 5 y 6, detallan las ventas por producto por mes en pesos y en número de afiliados por mes, respectivamente.

3.2.5 Información del sector

- **Informe 2009**

La Asociación más importante de Clubes y Gimnasios es IHRSA (International Health, Racquet and Sportsclub Association), la cual publica un informe anual que detalla el crecimiento de esta industria respecto al año anterior.

La siguiente información corresponde a la conferencia Expectativas y Desafíos realizada el 17 de marzo de 2009, en la ciudad de San Francisco Estados Unidos, durante el Foro Latinoamericano de Clubes y Gimnasios IHRSA.

Esta información es obtenida de un estudio realizado en Latinoamérica y arrojó los siguientes resultados:

Las 10 Empresas de mayor facturación en Latinoamérica suman 370 millones de dólares que se distribuyen como lo enseña el Gráfico 2: Top 10 Mercado Latinoamericano.

² <http://www.bodytech.com.co/content/view/214/87/>

DETALLE DE VENTA POR PRODUCTOS												
PLAN / MES	ene-09	feb-09	mar-09	abr-09	may-09	jun-09	jul-09	ago-09	sep-09	oct-09	nov-09	dic-09
ZAFIRO AÑO	7.425	18.150	8.250	4.990	12.243	955	3.468	4.335	44.400	5.280	2.640	-
ZAFIRO SEM	3.920	8.400	3.920	1.190	4.005	1.340	611	3.037	3.570	1.785	595	595
ZAFIRO TRIM	-	2.310	2.305	4.815	6.024	1.605	4.211	2.934	12.075	6.210	4.485	2.070
MENSUAL BASICO	810	2.970	3.075	2.580	5.642	2.600	4.329	4.742	3.375	3.780	4.320	3.645
PA SE DIARIO - DIA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PA SE DIARIO - SEMANA	-	-	110	220	240	220	358	446	110	55	220	440
PROGYM AMIGOS - AÑO	19.845	42.555	2.940	-	-	-	7.200	17.625	2.250	2.250	2.250	-
PROGYM AMIGOS - SEM	-	6.370	1.470	-	560	-	-	512	-	485	-	-
PROGYM AMIGOS - TRIM	-	2.455	2.736	385	770	1.080	987	1.974	-	2.480	-	-
PROGYM FAMILIA - AÑO	36.875	99.925	25.500	-	5.880	2.940	2.814	14.412	11.880	4.620	-	-
PROGYM FAMILIA - SEM	6.300	20.160	4.200	3.430	2.450	1.960	3.761	2.391	1.245	-	-	-
PROGYM FAMILIA - TRIM	2.158	7.660	3.273	-	6.880	-	511	1.603	3.766	3.228	807	-
ESTUDIANTES ABIERTO - AÑO	-	-	-	1.470	1.470	1.320	16.173	8.370	2.640	5.940	1.980	1.320
ESTUDIANTES ABIERTO - SEM	-	-	-	1.395	980	1.660	1.470	2.715	830	1.245	415	-
ESTUDIANTES ABIERTO - TRIM	-	-	-	6.880	-	10.408	9.089	5.142	5.649	3.497	5.380	5.918
ESTUDIANTES CERRADO - TRIM	-	-	-	-	298	-	298	-	445	-	225	-
ESTUDIANTE VACACIONES BIMESTRAL	-	-	-	-	-	2.636	-	-	-	-	216	432
ESTUDIANTE VACACIONES MES	-	-	-	-	-	300	1.262	-	-	-	1.836	2.525
PROSENIOR ABIERTO - AÑO	-	-	-	3.525	-	-	5.145	-	1.320	1.980	-	-
PROSENIOR ABIERTO - SEM	-	-	-	-	-	-	-	-	415	-	830	-
PROSENIOR ABIERTO - TRIM	-	-	-	-	-	-	-	-	1.076	538	269	269
PROSENIOR CERRADO - AÑO	-	-	-	-	-	-	495	-	-	-	-	550
PROSENIOR CERRADO - TRIM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	445	-	-
PADRE AÑO	-	-	-	-	-	4.115	-	-	-	-	-	-
PADRE MES BASICO	-	-	-	-	-	3.089	-	-	-	-	-	-
PADRES SEMESTRE	-	-	-	-	-	581	-	-	-	-	-	-
PADRES TRIMESTRE	-	-	-	-	-	955	-	-	-	-	-	-
CAPRUIS	-	-	-	5.440	2.560	5.840	4.320	2.800	3.760	4.640	4.240	3.280
TIQUETERAS	-	4.934	858	2.551	5.433	5.283	4.562	3.333	3.700	3.805	3.765	-
CORPORATIVO AÑO	-	-	-	-	-	-	-	1.924	4.275	713	-	713
CORPORATIVO SEMESTRE	-	-	-	-	-	-	-	-	461	2.304	922	-
CORPORATIVO TRIMESTRE	-	-	-	-	-	-	-	295	589	589	295	-
FIN DE SEMANA - AÑO	-	-	-	-	-	-	-	-	350	-	-	-
FIN DE SEMANA - SEMESTRE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	225	225	-
NAVIDAD 50%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8.800	106.700
TOTAL MENSUAL	77.333	215.888	58.637	38.871	55.433	48.886	71.062	78.587	108.181	56.093	44.714	128.456

Tabla No. 4 Resumen de ventas mensuales por producto en pesos.

Fuente: Autores del proyecto.

AFILIADOS POR MES												
PLANES	ene-09	feb-09	mar-09	abr-09	may-09	jun-09	jul-09	ago-09	sep-09	oct-09	nov-09	dic-09
ZAFIRO AÑO	9	22	10	6	15	1	4	5	5	6	3	
ZAFIRO SEM	7	15	7	2	7	2	1	5	6	3	1	1
ZAFIRO TRIM		6	6	12	16	4	12	8	35	18	13	6
MENSUAL BASICO	3	11	15	13	30	14	28	31	25	28	32	27
PA SE DIARIO - DIA												
PA SE DIARIO - SEMANA			2	4	3	4	7	9	2	1	4	8
PROGYM AMIGOS - AÑO	27	58	4				10	24	3	3	3	
PROGYM AMIGOS - SEM		13	3		1			1		1		
PROGYM AMIGOS - TRIM		7	8	1	2	3	3	6		8		
PROGYM FAMILIA - AÑO	59	160	41		9	4	8	23	18	7		
PROGYM FAMILIA - SEM	15	48	10	7	10	4	9	6	3			
PROGYM FAMILIA - TRIM	7	26	11		21		2	6	14	12	3	
ESTUDIANTES ABIERTO - AÑO				2	4	2	25	12	4	9	3	2
ESTUDIANTES ABIERTO - SEM				3	2	4	3	6	2	3	1	
ESTUDIANTES ABIERTO - TRIM				20		32	31	18	21	13	20	22
ESTUDIANTES CERRADO - TRIM					1		1		2		1	
ESTUDIANTE VACACIONES BIMESTRAL						11					1	2
ESTUDIANTE VACACIONES MES						2	8				16	22
PROSENIOR ABIERTO - AÑO				5			7		2	3		
PROSENIOR ABIERTO - SEM									1		2	
PROSENIOR ABIERTO - TRIM									4	2	1	1
PROSENIOR CERRADO - AÑO							1					1
PROSENIOR CERRADO - TRIM										2		
PADRE AÑO						5						
PADRE MES BASICO						23						
PADRES SEMESTRE						1						
PADRES TRIMESTRE						3						
CAPRUIS				68	116	73	54	35	47	58	53	41
TIQUETERAS		17	6	7	16	19	25	14	13	13	14	13
CORPORATIVO AÑO								3		1		1
CORPORATIVO TRIMESTRE								1		2	1	
CORPORATIVO SEMESTRE									1	5	2	
FIN DE SEMANA - AÑO									1			
FIN DE SEMANA - SEMESTRE										1	1	
NAVIDAD 50%											16	194
TOTAL MENSUAL	127	383	123	150	253	211	239	213	211	199	191	341

Tabla No. 5 Resumen de ventas mensuales por producto en número de afiliados.

Fuente: Autores del proyecto

Mercados

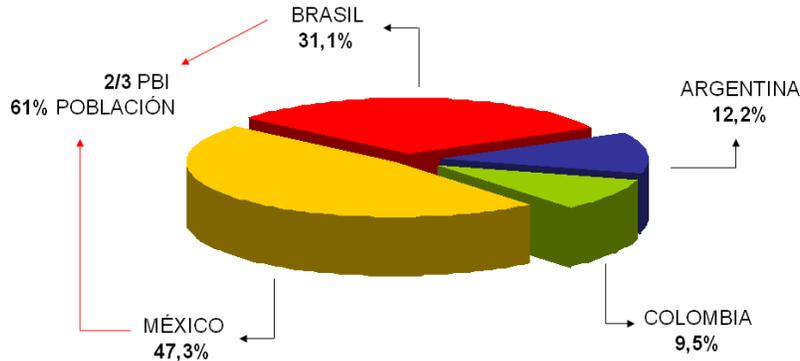


Gráfico No. 2 Top 10 Mercado Latinoamericano

Fuente: <http://www.slideshare.net/mercadofitness/foro-latinoamericano-de-gimnasios-ihrsa-san-francisco-2009>

2/3 del PIB de Latinoamérica corresponden a México y Brasil. Entre estos dos países suman el 61% de la población latinoamericana.

Las estadísticas de los clubes y gimnasios en promedio son las siguientes:

PROMEDIO	INTERVALO
• Un empleado por cada 31 afiliados	(entre 17 y 48 afiliados)
• 0,75 afiliados por m ²	(entre 0,5 y 1,9 afiliados)
• Mensualidad de 45 USD.	(entre 22 USD a 125 USD)
• 80% de los clubes y gimnasios tienen menos 20 años en el mercado.	

Los dos primeros índices dan una idea del tipo de servicio que presta el club o gimnasio, y tienen relación directa con la mensualidad y la expectativa de los clientes con respecto al servicio.

Referente al financiamiento, el acceso a capital es difícil por la informalidad y por la juventud de la industria en el mercado, llevando a que el crecimiento de este sector se financie con el capital generado por el mismo negocio o por capital de fondos privados.

Actualmente en Latinoamérica hay dos fondos de capital privado: La CAF (Corporación Andina de Fomento) con Bodytech en Colombia y Nexxus Capital en México.

En las bolsas de valores del mundo no más de 10 empresas del sector cotizan en bolsa. En Latinoamérica sólo una empresa que está ubicada en México: Sport City (comprada por el Grupo Banamex), en Estados Unidos cotizan tres clubes y gimnasios: Lifestyle and Fitness, Townsports Internacional, y Health Fitness Corp. Éste último no es un gimnasio comercial, es un centro corporativo y en el Reino Unido cotiza Virgin Active, entre otras.

En Colombia para el año 2009, Bodytech había planeado su ingreso a la bolsa pero lo pospuso debido a la Crisis Financiera Internacional.

Cuando las Empresas obtienen el capital necesario eligen expandirse de las siguientes cuatro maneras:

- Fusiones o adquisiciones: Se adquiere un gimnasio ya instalado y se adecua según las políticas del comprador. ej. Bodytech de Colombia compró Gym El Polo en Lima, Perú.
- Submarcas o segundas marcas: El nivel de ingreso de un segmento socioeconómico se relaciona directamente con el consumo de fitness. Éste sector se enfoca en la primera franja del nivel socioeconómico, es decir la más alta, y cuando se satura este segmento, se crean segundas marcas para atender mercados más populares a un menor costo. Ej. Bodytech en Colombia compró Athletic y lo mantuvo con sus características.
- Nichos: Enfocarse en segmentos de mercado con características especiales, que los diferencian por manejar perfiles más específicos. ej. Quick Fit tiene entrenamientos de 30 minutos. Otros enfocados en natación, Women's Workouts (solo para mujeres), y Fitness one on one (personalizado).
- Internacionalizaciones: La mayoría de las Empresas primero se expanden en sus propios países, a la hora de abrir nuevas unidades. Ej. Bodytech de Colombia tiene actualmente 34 sedes en el país y ahora compró Gym El Polo en Lima, Perú.

Respecto al balance de 2008, las Empresas que tienen más de 6 unidades, más de 10.000 socios activos en promedio y más de 10.000 m², arrojaron resultados positivos y consideraron que la crisis internacional tuvo poco impacto en los resultados del año, mientras que las Empresas que no cumplen estas características consideran que el 2008 fue un año regular y que se vieron afectadas por la crisis.

¿Cuál fue el balance de 2008 para su empresa?

La crisis internacional ha impactado en su empresa

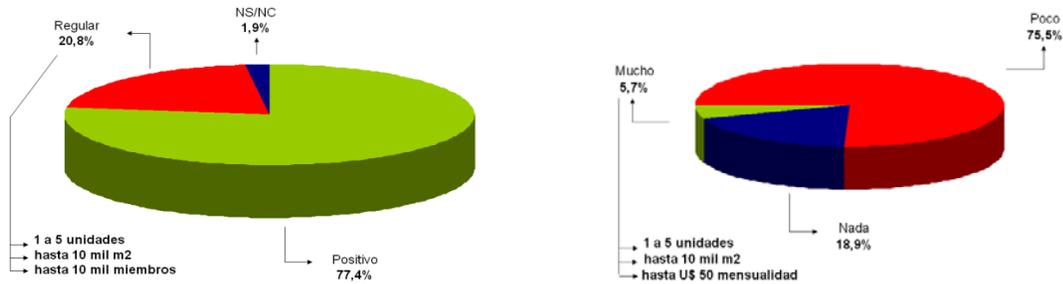


Gráfico No. 3 Balance de 2008 para cada empresa e Impacto de la Crisis internacional en la empresa

Fuente: <http://www.slideshare.net/mercadofitness/foro-latinoamericano-de-gimnasios-ihrsa-san-francisco-2009>

En este punto también cabe señalar que debido a la crisis, varias Empresas cambiaron los planes de inversión en el 2009 aprovechando que en épocas de crisis todo es más económico. Esperan un crecimiento menor en el 2009 comparado con el crecimiento obtenido en el año 2008.

• Dificultades del Sector

Las dificultades que enfrenta la Industria se dividen en Externas e Internas. Y están conformadas como lo indica el Gráfico 4.

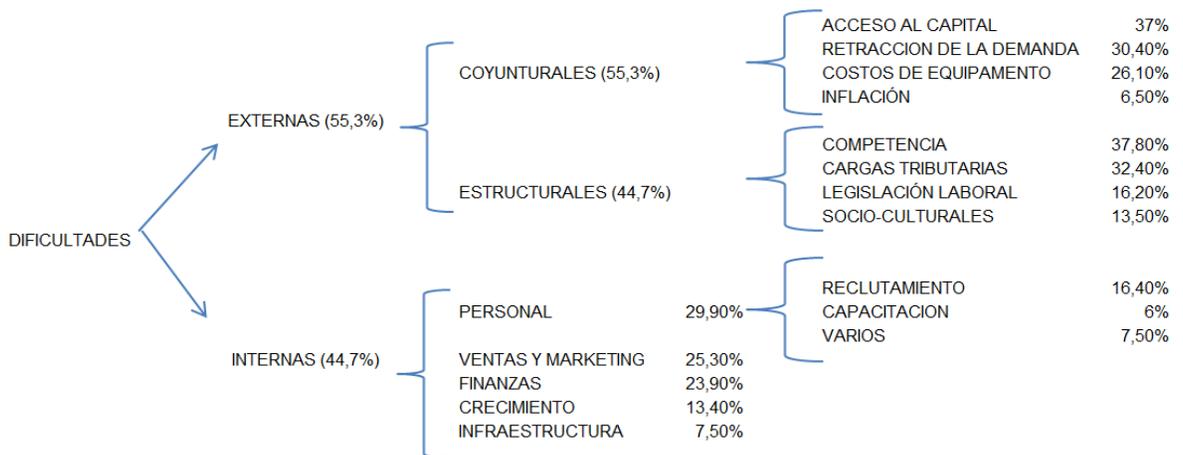


Gráfico No. 4 Dificultades: Externa e Internas.

Fuente: <http://www.slideshare.net/mercadofitness/foro-latinoamericano-de-gimnasios-ihrsa-san-francisco-2009>

Con lo anterior se puede deducir que es muy alto el porcentaje de inconvenientes internos o endógenos que corresponden a la gestión del negocio como tal y que son factores controlables por las Empresas. Dentro de las dificultades internas encontramos:

Gestión de recursos humanos/ Personal: Existe escases de profesionales capacitados que puedan atender la demanda de manera adecuada, lo cual dificulta los procesos de reclutamiento de personal, y a su vez la operación diaria ya que ésta se retrasa, y disminuye la velocidad de crecimiento porque el proceso de capacitación demanda dinero y tiempo. A estos factores se suman otros aspectos vinculados a recursos humanos como lo son la alta rotación, escases de líderes, falta de motivación y compromiso y ausencia de legislación laboral que regule eficazmente el sector.

Es por esta razón que Empresas como Bodytech, en Colombia desarrollaron sus propios centros de formación, abriendo una universidad corporativa.

Ventas retención y marketing: Estos son aspectos del negocio sobre los que el staff tienen una responsabilidad indelegable. Este aspecto se ve fuertemente afectado por el anterior.

Además se considera que no es fácil divulgar los servicios de manera efectiva para incrementar los niveles de visitas, mejorar índices de ventas, retención de afiliados y renovación de planes.

Financieros: Los costos operativos, especialmente los vinculados con alquileres y salarios, son tan elevados con respecto a sus niveles de facturación que la rentabilidad es baja y se considera que es difícil trasladar los incrementos a los afiliados porque la demanda se encuentra retraída.

Crecimiento: Se presenta dificultad para encontrar locaciones con características apropiadas para realizar nuevas aperturas por lo que hasta ahora hay gimnasios que están saliendo de ciudades capitales donde surgieron como marca.

Infraestructura: los empresarios manifiestan dificultades vinculadas a la infraestructura de sus clubes.

Las Dificultades externas coyunturales son relacionadas con la crisis financiera y las estructurales son aquellas que persisten y excede a la situación a actual.

Coyunturales:

Acceso a capital: no existen crédito blandos y para esta industria, como se mencionó anteriormente, es difícil tener acceso al sector bancario.

Retracción de la demanda: Se debe especialmente a que suben los índices de desempleo y por ende baja el poder adquisitivo de la sociedad.

Devaluación de las monedas: La mayoría de los equipos en Latinoamérica deben ser importados para la adecuación de las instalaciones, lo que hace que al devaluarse las monedas latinoamericanas, suban los costos de equipamiento.

Inflación: influye en el incremento de los costos operativos, especialmente en materia de alquileres y energía eléctrica.

Estructurales:

Competencia: la elevada competencia se ve agravada por la falta de regulación del sector y la informalidad de gimnasios, generando competencia desleal (precios). Además existen clubes y gimnasios en condominios, o el mismo estado ha realizado proyectos de gimnasios comunitarios,

Cargas tributarias: Exceso de impuestos para las Empresas que tienen un esquema formal de trabajo, por lo que es difícil competir permanentemente con Empresas que no pagan impuestos.

Legislación laboral: Las leyes no se ajustan a las necesidades de la industria.

Factores Socio Culturales: Existe falta de conciencia de gran parte de la población, acerca de la necesidad de tener actividad física y la mayoría de la población no asiste a gimnasios y no destinan parte de sus recursos para este tipo de actividades.

Además la cantidad de personas que asisten, siendo ya afiliados es volátil, y se presenta estacionalidad de la demanda.



Gráfico No. 5 Dificultades – Respuestas totales

Fuente: <http://www.slideshare.net/mercadofitness/foro-latinoamericano-de-gimnasios-ihrsa-san-francisco-2009>

De las dificultades podemos concluir que las dos primeras dificultades que son competencia y acceso al capital, están vinculadas a aspectos coyunturales y no a aspectos estructurales como la crisis financiera internacional, lo que no es muy alentador para el sector.

• **Desafíos del Sector**

Los desafíos que enfrenta la Industria se dividen en Hacia Dentro y Hacia Afuera. Y están conformados como lo indica el Gráfico 6.

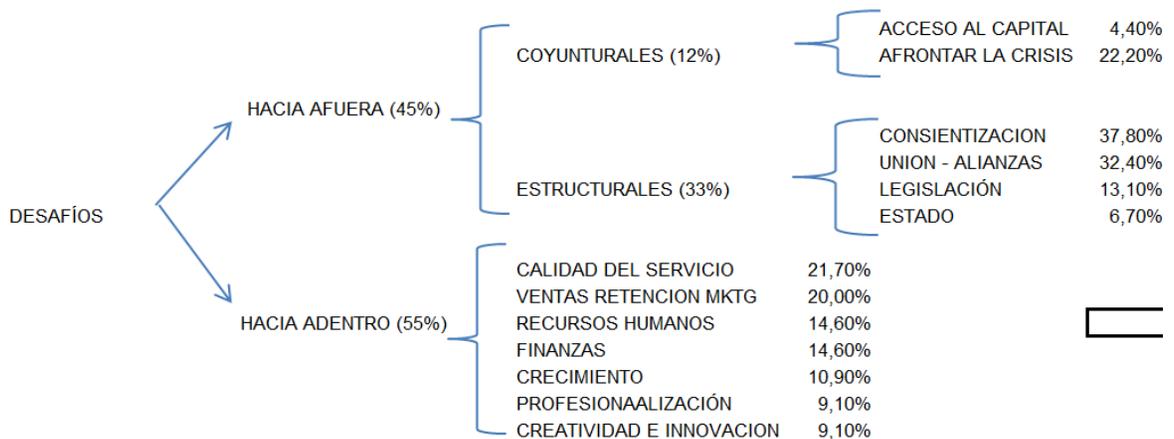


Gráfico No. 6 Desafíos. Hacia Dentro y Hacia Afuera

Fuente: <http://www.slideshare.net/mercadofitness/foro-latinoamericano-de-gimnasios-ihrsa-san-francisco-2009>

Este Gráfico permite deducir que la mayor cantidad de desafíos se plantea hacia dentro de las mismas Empresas, lo cual es bastante interesante porque son retos que permiten el fortalecimiento de este sector. Dentro de éstos desafíos hacia adentro encontramos:

Mejorar en la calidad del servicio: Agregando cada vez más valor por medio de mejoras en el equipamiento e instalaciones, ampliación de servicios, y en general actualizaciones en todos las unidades del negocio para cumplir con las exigencias del mercado.

Ventas retención y Marketing: Mejorar los niveles de retención de afiliados, incrementar socios activos y entregar los resultados que estos buscan para mantenerlos motivados.

Gestión de recursos humanos: Descartar el empirismo como única fuente de conocimiento brindado capacitaciones. Es importante lograr fidelizar a los empleados para mantenerlos motivados y disminuir los índices de rotación de personal.

Cada vez más, los empresarios del sector entienden que están en el rol de las personas y que el Staff juega un papel importante.

Finanzas: Mantenerse competitiva y disminuir costos operativos sin afectar los niveles de servicio para mejorar el margen de rentabilidad. Resistir la presión en la baja de los precios para que el mercado revalorice sus servicios recordando la importancia de éstos, para la salud.

Crecimiento Consolidar los mercados logrando mayor cobertura del servicio, lo fundamental es crecer como sector y no de manera individual para lograr que un mayor porcentaje de la población asista a gimnasios.

Profesionalización: Profesionalizar la gestión de las empresas por medio de un cambio de mentalidad de los propietarios de clubes y gimnasios, con el fin único de crear una visión de empresarios y ofrecer un nivel de servicios que mejore calidad de vida de los afiliados.

Creatividad: Enfocar al máximo los esfuerzos en agudizar el ingenio y creatividad para enfrentar los retos, especialmente el desarrollo de estrategias de mercadeo y ventas.

Desafíos hacia afuera:

Estructurales:

Concientización Educar masivamente el mayor porcentaje posible de la población sobre la importancia de la actividad física como hábito saludable y un estilo de vida. Ésta no debe ser considerada un lujo ni estar relacionada solo al beneficio estético,

Es importante ganar la batalla contra el entretenimiento sedentario y utilizar la actividad física como una herramienta de salud preventiva, aliada contra el sobrepeso y el sedentarismo.

Legislación: Promover el desarrollo de leyes en beneficio de la industria que permitan regular y controlar el accionar de los diferentes actores de la misma.

El sector demanda que las leyes estén concentradas en la reducción de la carga tributaria y consideran que el lucro de este negocio no puede disminuirse al asumir riesgos fiscales y laborales.

Consideran que el Estado debe premiar a empresas que invierten en el bienestar corporativo, con menos cargas impositivas debido a que con la actividad física se mejora la salud de la población, lo cual se ve reflejado en su productividad y disminución en gastos de salud pública.

Estado: Mayor compromiso en políticas que promuevan la actividad física y la regulación del sector.

Unión - Alianzas: Desarrollar y fortalecer alianzas estratégicas entre los actores del sector y con terceros afines, promoviendo la creación de cámaras o asociaciones que los agrupen y representen frente al estado u otros organismos,

para facilitar la realización de acuerdos con otras empresas de salud y unificar criterios.

Otro objetivo es realizar las gestiones ante los gobiernos para que se promueva el desarrollo de leyes que fomenten la actividad física de la población.

Estrechar vínculos con el sector corporativo, para que su personal realice actividad física, demostrando a las empresas que este tipo de inversión ayuda al desempeño de sus empleados, lo cual se verá reflejado en menores costos en la salud de los trabajadores, un menor nivel de ausentismo y un mejor desempeño.

Coyunturales:

Afrontar la crisis; el principal desafío coyuntural que se plantea es sobrellevar la inestabilidad económica fruto de la crisis financiera.

Acceso a capital: para lograr la confianza del sector financiero, la banca de inversión e inversionistas privados, es necesario demostrar que la industria camina hacia un mayor profesionalismo.

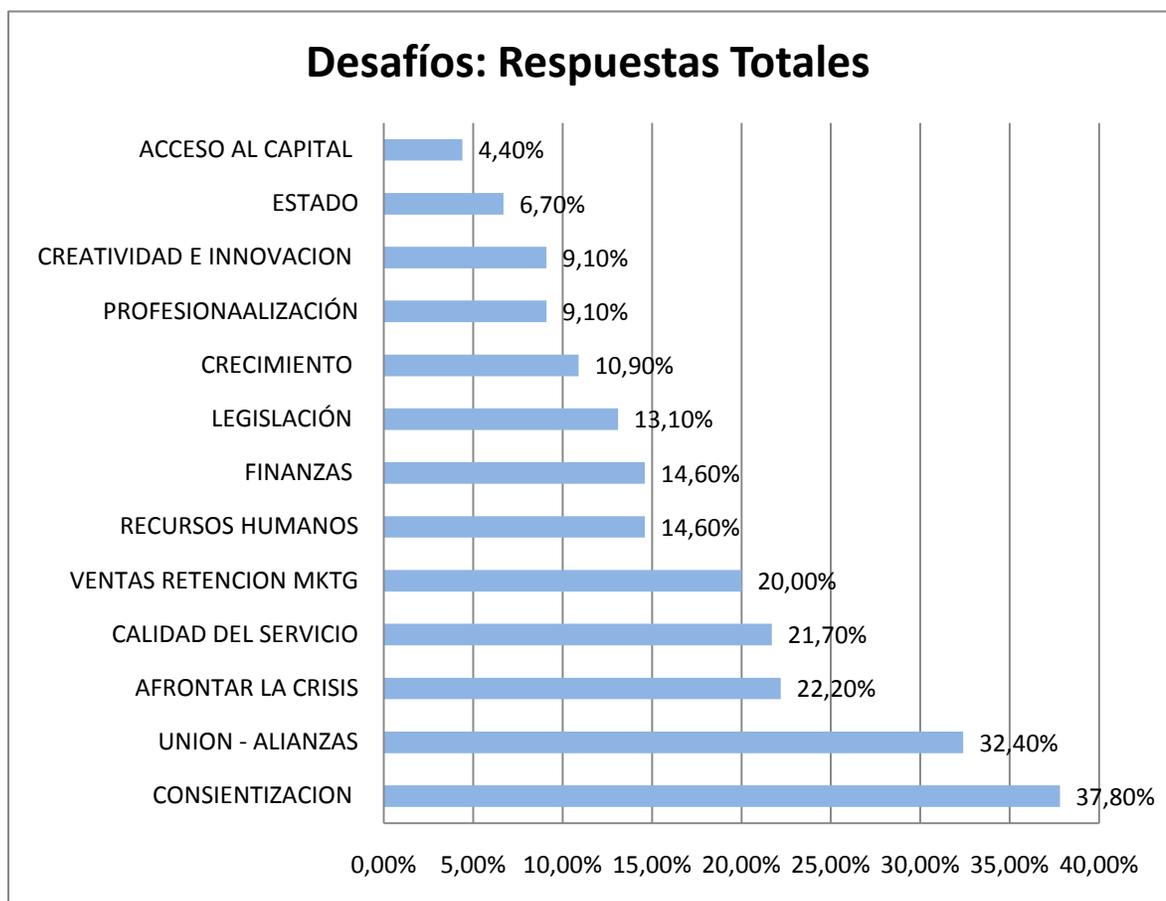


Gráfico No. 7 Desafíos – Respuestas totales

Fuente: <http://www.slideshare.net/mercadofitness/foro-latinoamericano-de-gimnasios-ihrsa-san-francisco-2009>

- **Progym en el Sector**

De acuerdo a las estadísticas del sector, PROGYM S.A. se encuentra dentro de los promedios del sector, como lo registran las tablas 6 y 7.

La Tabla 6 muestra que PROGYM S.A. se encuentra dentro del promedio mundial según el número de afiliados por metro cuadrado y el número de afiliados por empleado.

La Tabla 7, muestra que PROGYM S.A. está por encima del promedio mundial (45 USD) en 2 USD tomando como referencia una TRM de \$2.000 pesos. Adicionalmente, enseña los precios básicos de planes en el año 2009 y el valor mensual para cada uno.

	No. Afiliados	No. Afiliados por m2	No. Afiliados por Empleado
PROGYM S.A.		1200 m2	28 Empleados
Ene-09	127	0,106	5
Feb-09	510	0,425	18
Mar-09	630	0,525	23
Abr-09	720	0,600	26
May-09	845	0,704	30
Jun-09	866	0,722	31
Jul-09	936	0,780	33
Ago-09	889	0,741	32
Sep-09	930	0,775	33
Oct-09	974	0,812	35
Nov-09	1006	0,838	36
Dic-09	1147	0,956	41

Tabla No. 6 Estadísticas del sector: Afiliados – Empleados

Fuente: Autores del proyecto

Los ingresos mensuales dependen de la mezcla de planes que los afiliados adquieran, los planes tienen precios básicos sobre los cuales por efectos de marketing se hacen diferentes descuentos dependiendo de la campaña publicitaria del mes.

PLANES PROGYM	PRECIO	MESES	MENSUAL	USD
PROGYM ZAFIRO AÑO	1.100.000	12	91.667	46
PROGYM ZAFIRO SEMESTRE	695.000	6	115.833	58
PROGYM ZAFIRO TRIMESTRE	445.000	3	148.333	74
MENSUAL BÁSICO	195.000	1	195.000	98
PROGYM AMIGOS AÑO	660.000	12	55.000	28
PROGYM AMIGOS SEMESTRE	415.000	6	69.167	35
PROGYM AMIGOS TRIMESTRE	267.000	3	89.000	45
PROGYM FAMILIA AÑO	550.000	12	45.833	23
PROGYM FAMILIA SEMESTRE	345.000	6	57.500	29
PROGYM FAMILIA TRIMESTRE	222.500	3	74.167	37
PROMEDIO			94.150	47

Tabla No. 7 Estadísticas del sector: Valor mensualidad

Fuente: Autores del proyecto

- **Competencia**

El Principal competidor de PROGYM S.A. es Bodytech, INVERDESA S.A., ya que los dos son centros de acondicionamiento y preparación física con características similares.

Actualmente Inverdesa S.A. cuenta con 34 sedes en Colombia, distribuidas en las principales ciudades del país y con experiencia de 10 años en el mercado colombiano. En Bucaramanga sólo tienen una sede.

3.2.6 Información financiera

Para la apertura de PROGYM, los socios realizaron un aporte de capital de \$670.000.000, el cual fue destinado para la adecuación del local donde actualmente está funcionado el centro de acondicionamiento.

Los equipos fueron importados desde Europa y se escogieron las mejores marcas reconocidas a nivel mundial como lo son Cybex, Technogym y Matrix. La totalidad de los equipos fueron financiados al 100% por un leasing financiero con Helm Leasing. El valor de los equipos fue de \$1.074.606.903.

El total de la inversión inicial de PROGYM ascendió a \$1.897.379.383, es decir se tomaron \$152.772.480 de la operación de ProgyM S.A. para subsidiar el excedente de la inversión inicial.

A continuación se presenta el **Balance General** de PROGYM S.A. a corte a Diciembre 31 de 2009:

BALANCE GENERAL		
	dic-09	Análisis Vertical
Activo corriente	533.901.285	50,03%
Disponible	223.296.235	20,92%
Inversiones	200.941	0,02%
Deudores	310.404.109	29,09%
Activo no corriente	533.269.826	49,97%
Propiedad planta y equipo	118.067.340	11,06%
Intangibles	2.369.105	0,22%
Diferidos	412.833.381	38,68%
Total Activo	1.067.171.111	100,00%
Pasivos a largo plazo	619.625.000	68,28%
Obligaciones a particulares	619.625.000	68,28%
Obligaciones con socios		
Pasivos a corto plazo	287.881.963	31,72%
Proveedores	20.333.741	2,24%
Cuentas por pagar	46.131.249	5,08%
Diferidos	213.363.015	23,51%
Obligaciones laborales	8.053.958	0,89%
Total Pasivo	907.506.963	100,00%
Patrimonio	159.664.148	
CAPITAL SUSCRITO Y PAGADO		
Capital Autorizado	200.000.000	
Capital por Suscribir	-80.000.000	
SUPERAVIT DE CAPITAL		
Prima de colocación de acciones	300.000.000	
Resultado Ejercicios Anteriores	-7.065.030	
Resultados del presente ejercicio	-253.270.822	
TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO	1.067.171.111	

Tabla No. 8 Balance General de PROGYM S.A. a Dic-2009

Fuente: PROGYM S.A.

Según el Análisis Vertical del Balance General, el rubro más representativo de los ACTIVOS son los Diferidos que corresponden a mejoras en propiedades ajenas, es decir, a las inversiones realizadas para la adecuación del local de Progym Cabecera.

Dentro de los Activos el siguiente rubro significativo corresponde a DEUDORES, representado el 90% por la cuenta Anticipos y Avances. A diciembre de 2009, ésta cuenta comprendía dineros entregados a contratistas que adecuaron Progym Cabecera y a la fecha no se les había cancelado el saldo pendiente por no cumplir cabalmente los contratos firmados. Además del anticipo de 200 millones de pesos entregado a la constructora del Centro Comercial San Silvestre en la ciudad de Barrancabermeja por la compra del local.

Los clientes que adeudan a la empresa corresponden principalmente a CAPRUIS y Sistemas y Computadores SYC, este rubro no tiene una participación representativa dentro de la cuenta deudores.

De los PASIVOS, el rubro más significativo son los Pasivos de Largo Plazo que corresponden a deudas con los socios de Progym (aportes) no exigibles de pago. Esta figura se utiliza con el fin de no registrar un mayor valor de capital aprobado, suscrito y pagado ante la cámara de comercio. Algunos se registran como aportes de socios, y otros como aportes de particulares dependiendo de la Empresa de los socios que gire los recursos.

El otro rubro significativo corresponde a los Diferidos de Pasivos de Corto Plazo con una participación del 23.51% a Diciembre de 2009, ya que contablemente, PROGYM S.A. registra los ingresos mensuales de acuerdo al término del plan, es decir, anual, semestral, trimestral, o mensual, y los causa a medida que transcurre el plazo. Es decir que en el Estado de Resultados no se registra el monto total recibido en el mes por ventas (Flujo de caja), sino la fracción correspondiente al mes en curso y el saldo se registra en esta cuenta. (Diferidos - PASIVOS).

En Diciembre de 2009 se realizó un ajuste en el PATRIMONIO al capitalizar 320 millones del pasivo que pertenecían a aportes de socios contabilizados como préstamos. Esta capitalización se realizó con el fin de aumentar el patrimonio ya que éste era negativo debido a las pérdidas resultantes del ejercicio del año 2009.

El resultado negativo corresponde en gran parte a los \$152.772.480 que la operación de ProGym tuvo que financiar de la adecuación del local, de éstos recursos, \$ 81.127.691 son intereses del leasing del año 2008. Éstos intereses fueron contabilizados en el mes de febrero de 2009, fecha en la cual hubo cesión de los contratos de leasing a PROGYM S.A. Esta cesión ocurre ya que los

contratos leasing tuvieron como locatario inicial a una Empresa propiedad de uno de los socios de PROGYM S.A., quien en el 2008 contaba con la fortaleza financiera para asumir la deuda. A partir de febrero de 2009, los contratos de leasing fueron cedidos a PROGYM S.A. y la Empresa facturó \$ 81.127.691 por concepto de intereses del año 2008, dado que la obligación fue adquirida en Junio del año 2008.

Esta situación se evidencia en el Estado de resultados que se enseña a continuación:

ESTADO DE RESULTADOS	DIC 2009
Ingresos Operacionales	748.774.853
Costo de Venta	258.528.630
Utilidad Bruta	490.246.223
Gastos Administrativos	493.916.246
Gastos de Venta	41.106.917
Utilidad Operacional	(44.776.940)
Otros Ingresos	29.966.054
Otros egresos	238.459.933
Utilidad Antes de Impuestos	(253.270.820)
Impuestos	920.000
Utilidad Neta	(254.190.820)

Tabla No. 9 Estados de Resultados PROGYM S.A. a Dic-2009

Fuente: PROGYM S.A.

En los Ingresos Operacionales se registran los correspondientes al mes en curso, teniendo en cuenta la política de diferidos- PASIVOS, que maneja la Empresa. En la Tabla 10 se realiza la comparación de los ingresos recibidos por ProGym y los ingresos operacionales que se registran en el Estado de resultados.

Los ingresos No Operacionales han aumentado debido a los subarriendos que ProGym ha celebrado con terceros, tal como la cafetería y un almacén de ropa deportiva.

Los Costos de ventas y los Gastos Operaciones de Progym S.A. discriminados se presentan en la tabla 11.

	INGRESOS DEL MES	INGRESOS CONTABLES		INGRESOS DEL MES	INGRESOS CONTABLES		
AÑO 2009	Enero	77.332.500	0	AÑO 2010	Enero	108.177.300	85.632.677
	Febrero	215.888.000	44.742.123		Febrero	85.087.500	83.309.018
	Marzo	59.161.500	50.278.316		Marzo	84.035.750	89.221.903
	Abril	41.286.000	56.838.176		Abril	75.314.000	80.019.687
	Mayo	65.498.250	72.338.034		Mayo	68.888.750	73.825.777
	Junio	51.805.750	69.740.817				
	Julio	74.131.550	74.674.477				
	Agosto	80.746.850	71.584.385				
	Septiembre	63.928.250	69.769.626				
	Octubre	58.978.150	71.840.449				
	Noviembre	45.364.017	80.274.535				
	Diciembre	128.316.150	86.693.914				
TOTAL	962.436.967	748.774.852	TOTAL	421.503.300	412.009.062		

Tabla No. 10 Comparación Ingresos del mes e Ingresos contables
Fuente: Autores del proyecto

En el gasto de personal se encuentran todos los pagos correspondientes a sueldos, prestaciones sociales, aportes y parafiscales. Los honorarios corresponden al pago por los servicios prestados por el staff de PROGYM S.A.

En la cuenta Servicios los rubros con mayor participación son Aseo y vigilancia, los servicios de los profesores de clases grupales y el servicio de internet y televisión, ya que todos los equipos de cardio cuentan con este servicio.

Durante el año 2009 no se cancelaron servicios públicos de energía y agua, tampoco se asumió algún gasto por concepto de la administración del local, ya que al cierre de año no habían sido instalados los contadores y a la fecha no se había conformado la propiedad horizontal del edificio donde se encuentran ubicadas las instalaciones.

El valor correspondiente a la cuenta Diversos está representado en su mayoría por Elementos de aseo y cafetería, útiles de papelería y gastos de representación. El gasto de aseo en PROGYM S.A. siempre será mayor que los demás gastos debido a que la limpieza en todas las instalaciones, así como de las zonas húmedas y los equipos, es fundamental por la naturaleza del servicio. La papelería corresponde a los elementos de identidad corporativa de PROGYM S.A. y a todos los formatos necesarios para realizar el debido seguimiento a la condición física de los afiliados.

TOTAL COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES	COSTO DE VENTA	GASTOS OPERACIONALES
793.551.793	258.528.630	535.023.163
Personal		135.744.659
Honorarios	242.430.849	
Impuestos		0
Arrendamientos		206.818.661
Seguros		3.706.285
Servicios		
Aseo y vigilancia		5.047.117
Temporales		1.672.466
Asistencia técnica		3.262.000
Procesamiento electrónico de d		34.000
Energía eléctrica	650.875	
Teléfono		4.604.286
Gas		0
Otros		12.857.405
Gastos Legales		1.163.719
Mantenimiento y Reparaciones		
Construcciones y edificaciones		1.367.780
Maquinaria y equipo	2.906.377	
Equipo de oficina		1.491.610
Equipo de computación y comunicación		556.105
Equipo médico-científico		20.000
Adecuaciones e Instalaciones		7.758.658
Gastos de Viaje		19.612.005
Depreciación		18.800.120
Amortizaciones		38.933.768
Diversos		
Música ambiental		319.149
Gastos de representación y rel		7.024.615
Hospedaje		3.319.365
Gastos de representación		3.625.250
Transporte		80.000
Elementos de aseo y cafetería	12.540.529	
Útiles	0	
Taxis y buses		314.600
Casino y restaurante		32.500
parqueaderos		500
otros		4.282.315
sala pilates		3.825.600
consultorios		140.715
imprevistos		116.000
sala spinning		200.000
otros		-
Propaganda y Publicidad		41.106.917

Tabla No. 11 Costos y Gastos Operacionales de PROGYM S.A. a Dic-2009
Fuente: PROGYM S.A.

El 100% de los Gastos de Ventas, corresponden a publicidad.

Durante la vigencia de los contratos leasing de los equipos, Progym no espera generar rentabilidad alguna.

Es importante resaltar un cambio realizado en el mes de septiembre de 2009 en el cual se modificó la forma de contabilización del leasing existente, donde se acogieron al beneficio tributario, lo cual conlleva a los siguientes cambios:

- El Activo correspondiente a los equipos comprados por leasing se retira.
- El Pasivo correspondiente al saldo a la deuda al banco de crédito por concepto del leasing se retira también.
- Se empieza a registrar en el Activo, el valor correspondiente al 10% del capital amortizado en los pagos mensuales realizados al leasing, por concepto de la opción de compra.
- La diferencia entre el valor que se activa y el valor que se paga por el leasing se lleva a gastos administrativos y los intereses a gastos financieros, por lo tanto no hay depreciación de esta maquinaria.
- El saldo por pagar del leasing se sigue llevando en cuentas de orden.

En consecuencia:

Disminuyen los Activos, Pasivos y Gasto por depreciación y se crea un nuevo gasto financiero, de seguros y otros (Pago Leasing).

• **Índices Financieros**

El cálculo de los siguientes índices financieros se hace con base en las ventas netas registradas contablemente, ya que se presume que ante una situación extrema donde ProGym tuviera que cerrar sus puertas al público, los ingresos que se han recibido por ventas y que están registrados en los pasivos diferidos, serían devueltos a cada uno de los afiliados según corresponda.

LIQUIDEZ		
dic-09		
LIQUIDEZ	1,85	AC/PC
CAPITAL DE TRABAJO	246.019.322	AC-PC
PRUEBA ACIDA	1,85	(AC-Inventarios) / PC
ALTA LIQUIDEZ	1,81	(AC-Deudores) / PC

PERIODO COBRO (DIAS)	7	360 / Rotación Ctas. Por Cobrar
ROTACION CUENTAS POR COBRAR	53	Ventas / Ctas. Por Cobrar

Tabla No. 12 Indicadores de Liquidez
Fuente: Autores del Proyecto

Los indicadores de liquidez que presenta PROGYM S.A. son positivos debido a que los activos corrientes son mayores a los pasivos corrientes generando el equilibrio deseado en este punto. Esto significa que a Diciembre de 2009 por cada peso que la empresa debe a corto plazo, cuenta con \$1,85 para respaldar la obligación.

Respecto a la razón de prueba acida arroja el mismo resultado que la razón de liquidez dado que la compañía no tiene inventarios. La razón de alta liquidez, muestran que PROGYM cuenta con la capacidad para cancelar sus obligaciones a corto plazo, sin depender de su cartera.

En el 2009, las cuentas por cobrar de PROGYM S.A. rotaron 53 veces durante el año y se convirtieron en efectivo cada 7 días.

ROTACION		
dic-09		
ACTIVOS CORRIENTES	1,46	Ventas / Activo corriente
TOTAL ACTIVOS	0,73	Ventas / Activo Total

Tabla No. 13 Indicadores Rotación
Fuente: Autores del Proyecto

La rotación de activos mide la eficiencia con la cual se han utilizado los activos corrientes para la generación de ventas; a diciembre de 2009 ProGym generó 1,46 unidades monetarias (pesos) de ventas por cada unidad monetaria de activos corrientes. En consecuencia, este fue la eficiencia con la cual fueron utilizados. Respecto al total de activos, estos rotaron 0,73 veces en el año; por lo tanto, se puede concluir que por cada 100 pesos invertidos en activos totales, se han generado en los primeros cinco meses del año 73 pesos durante este periodo.

ENDEUDAMIENTO

dic-09

RAZON ENDEUDAMIENTO	85,04%	Pasivo Total / Activo Total
COBERTURA INTERESES	-0,06	(UO + otros ingresos) / Gastos Fin.

Tabla No. 14 Indicadores Endeudamiento

Fuente: Autores del Proyecto

PROGYM muestra en alto grado de endeudamiento tanto al cierre del año 2009 como a corte del año 2010, donde es importante resaltar que el 68,28% corresponde a deudas con socios, quien están apalancando la adecuación del nuevo CAPF en Barrancabermeja. Y el 23,51% corresponde a la cuenta Diferidos, por lo tanto deudas con clientes dado que PROGYM S.A. registra los ingresos mensuales de acuerdo al término del plan y los causa a medida que transcurre el plazo. Estos dos rubros suman el 91,79% de los pasivos totales, por lo tanto la empresa esta en manos principalmente de sus socios y clientes, teniendo en cuenta que la ultima cuenta solo sería exigible ante la suspensión de los servicios de PROGYM.

Adicionalmente, se puede interpretar que por cada 100 pesos que PROGYM tiene invertido en activos, 88,73 pesos han sido apalancados por los socios en su gran mayoría.

Durante el año 2009 la empresa muestra una cobertura de intereses negativa, dado que la utilidad operacional se vio afectada por los cánones leasing cancelados durante dicho año, equivalentes a \$118.818.661, el 15,79% de los Gastos de administración.

RENTABILIDAD

dic-09

MARGEN OPERACIONAL	-5,98%	UO / Ventas
MARGEN NETO	-33,82%	U Neta / Ventas
EBITDA	12.956.947	UO + Depreciación + Amortización
Margen EBITDA	0,02	EBITDA / Ingresos Operacionales

Tabla No. 15 Indicadores Rentabilidad

Fuente: Autores del Proyecto

Debido a que existe una pérdida neta al final del ejercicio, la utilidad neta con respecto a las ventas para diciembre de 2009 es de -33,82%. Este resultado se debe a que el monto de los gastos financieros que corresponden a los intereses y al 90% del valor de pago a capital del leasing financiero incluyen \$81.127.691 correspondientes a intereses pagados por el leasing en el año 2008, teniendo en cuenta que los contratos leasing estaban en cabeza de otra sociedad.

4 APLICACIÓN DE LOS MODELOS DE VALORACIÓN DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS Y DE MÚLTIPLOS COMPARABLES A LA EMPRESA PROGYM S.A.

4.1 VALORACION POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO

Proyecciones macroeconómicas:

Los datos macroeconómicos mencionados a continuación, son la base para las proyecciones del Balance General y del Estado de Resultados:

PROYECCIONES MACROECONOMICAS	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inflación (IPC variación anual)	2.00%	3.38%	3.80%	3.50%	3.50%	3.50%
PIB (variación anual)	0.14%	2.16%	3.50%	4.00%	4.50%	4.50%
Déficit GNC (% PIB)	-4.40%	-4.70%	-3.80%	-3.50%	-3.00%	-3.00%
Tasa de desempleo (trece ciudades)	12.60%	12.50%	12.10%	12.00%	11.90%	11.90%
Devaluación (TRM fin de año)	-8.49%	-8.52%	6.15%	-2.47%	-9.09%	2.78%
Devaluación (promedio anual)	9.75%	- 11.90%	6.84%	-3.25%	-13.39%	6.06%
Precio del dólar (\$ TRM fin de año)	2.044.23	1.870.00	1985.00	1936.00	1760.00	1809.00

Tabla No. 16 Variables Macroeconómicas

Fuente: Informe Económico 25 de Febrero de 2010 de la Dirección Económica de la Junta Nacional de Fenalco

DTF proyectada: se obtuvo del promedio de la DTF de los últimos 5 años según el Banco de la República. (Ver Tabla 17)

IVA: los Centros de Acondicionamiento y Preparación Física (CAPF) pagan 0%, esto establecido en la ley 729 de 2001.

Tasa Libre de Riesgo: correspondiente a los TES de julio de 2020, con una tasa cupón del 11%, se obtuvo de la página web del Grupo Aval.

Prima de Mercado 7,5% y Riesgo país 3%. La fuente de estos datos es la página web de Damodaran, según los enunciados Discount rate estimation y Risk Premiums for others markets respectivamente.

Retorno Esperado del Mercado (Rm) = Prima de Mercado + Tasa Libre de Riesgo = 18,5%.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Enero	7,64	6,12	6,81	9,26	9,79	4,10
Febrero	7,42	6,06	6,66	9,32	9,02	3,96
Marzo	7,44	5,92	7,60	9,82	7,68	3,84
Abril	7,26	5,89	7,50	9,75	6,87	3,89
Mayo	7,17	5,95	7,73	9,49	6,11	3,62
Junio	7,18	6,14	7,93	9,80	5,40	3,58
Julio	7,14	6,74	8,19	9,61	5,24	3,48
Agosto	6,94	6,46	8,43	9,89	5,02	3,51
Septiembre	6,82	6,53	8,88	9,61	4,77	3,48
Octubre	6,45	6,43	8,69	10,20	4,45	3,43
Noviembre	6,39	6,70	8,56	9,96	4,35	3,43*
Diciembre	6,31	6,82	9,01	9,82	4,11	3,43*
PROMEDIO	7,01	6,31	8,00	9,71	6,07	3,65
PROMEDIO ULTIMOS 5 AÑOS	6,79					

Tabla No. 17 Promedio DTF histórica de los últimos 6 años
Fuente: http://www.banrep.gov.co/publicaciones/pub_revis_es.htm#3

*Se asume el comportamiento constante según la DTF promedio del mes de octubre de 2010.

El Beta no apalancado: 0,29, corresponde al enunciado Levered and Unlevered betas by Industry de Mercados Emergentes en la página web de Damodaran.

Beta Apalancado: se obtiene a partir del cálculo la siguiente fórmula:

Beta Apalancado = Beta no apalancado*(1+((1-Tasa Impositiva)*(Total Pasivos/Patrimonio))

Tasa Impositiva: 33%, se definió que la tasa impositiva tendrá un comportamiento constante durante los próximos 10 años.

CAPM Kr con Beta Apalancado: se calcula a partir de la aplicación de la siguiente fórmula.

CAPM Kr con Beta Apalancado = Tasa Libre de Riesgo + ((Retorno Esperado del Mercado - Tasa Libre de Riesgo) * Beta Apalancado de la Empresa)

CAPM Kr con beta Desapalancado: se calcula a partir de la aplicación de la siguiente fórmula.

CAPM Kr con Beta Desapalancado = Tasa Libre de Riesgo + ((Retorno Esperado del Mercado - Tasa Libre de Riesgo) * Beta No Apalancado de la Empresa)

Proyecciones Estados Financieros de Progym

Los Estados Financieros se proyectaron de acuerdo a los siguientes parámetros, estas proyecciones se encuentran en el anexo 1.

Entre el año 2009 y 2010 los socios aportaron mil millones de pesos para realizar la inversión en Barrancabermeja: 200 millones cuota inicial del local y 800 millones para la adecuación del mismo y gastos preoperativos. En el año 2012 los socios aportarán 500 millones de pesos para la adecuación del local de Progym Foridablanca. Estos aportes se registran como préstamos de socios, no en acciones. Dicho recursos se utilizaran en la adecuación del local, incluyendo activos fijos.

En Enero 2009 se adquirió un leasing a 5 años para la compra de los equipos de Progym Cabecera. El valor inicial fue de \$ 1.074.606.903, con una opción de compra del 10% a final del periodo.

Para el montaje del CAPF Progym Barrancabermeja se adquirieron los siguientes préstamos:

\$ 713.540.000, para la compra del local ubicado en el Centro Comercial San Silvestre, a un plazo de 7 años, con fecha inicial en Noviembre 2010 y tasa de interés del 11% EA.

\$ 385.000.000, correspondientes al 50% del valor de los equipos, con un plazo de 5 años, con fecha inicial en Noviembre y tasa de interés de 11% EA.

\$ 385.000.000, correspondientes valor excedente para la adquisición de los equipos, con un plazo de 5 años, con fecha inicial de Febrero 2011 y tasa de interés de 11% EA.

Para el montaje del CAPF Progym Foridablanca se adquirieron los siguientes préstamos:

\$ 750.000.000, para la adquisición del 100% del valor de los equipos, a un plazo de 5 años, con fecha inicial en Enero 2013 y tasa de interés de 11% EA.

Estado de Resultados

A partir del año 2011 entra en funcionamiento Progym Barrancabermeja, lo que implica que los ingresos se dupliquen, y los gastos dependiendo de cada rubro

pueden ser el doble, el 1,5 o iguales a los años 2009 y 2010. En el año 2013 Se proyecta abrir la sede en Floridablanca.

Los ingresos Operacionales se calculan a partir de los Ingresos totales recibidos que aumentan con el IPC, menos los ingresos recibidos por anticipado detallados en el pasivo.

Los ingresos no operacionales a particulares corresponden al canon de arriendo recibido por los locales ubicados dentro de las instalaciones de las 3 sedes de Progym.

En gastos administrativos: El canon de arrendamiento del local de Cabecera aumenta anualmente el IPC del año anterior más 3 puntos, según contrato. De igual forma aumentará el de Floridablanca. En Barrancabermeja el local es propio.

Balance General

Activos

Para el cálculo del Disponible se utilizó la metodología plasmada en el anexo 2.

Los activos correspondientes a los equipos de la sede de Bucaramanga no aparecen registrados puesto que la compra se hizo por medio de un leasing. A partir del año 2011 se registran 770.000.000 del valor de los equipos de Barrancabermeja y 756.949.769 de los equipos de Floridablanca. La depreciación es a 10 años.

Igualmente, en noviembre del 2010 se legaliza la compra del local de la sede de Barrancabermeja.

Pasivos

Se registran los préstamos correspondientes al local y a los equipos de las dos nuevas sedes en los años correspondientes mencionados anteriormente y disminuyen de acuerdo a las cuotas mensuales pactadas con la entidad financiera.

Patrimonio

Según lo acordado por los socios se determinó que no habrá repartición de dividendos durante los primeros 12 años de operación de la empresa.

Cálculo del WACC:

Se obtuvo un valor promedio del WACC de 11,43% y adicionando el EMBI del 3% (Riesgo país), el WACC después de impuestos con beta apalancado finalmente el resultado es un valor promedio de 14,78%. (Ver Anexo 3)

Cálculo del Valor Terminal:

VALOR TERMINAL FCL (Vr continuidad)	
FLUJO DE CAJA LIBRE periodo n	\$ 813.886.141
g	7,00%
WACC d.i, BL periodo n	14,86%
VT	\$ 11.074.070.734

Tabla No. 18 Valor Terminal
Fuente: Autores del Proyecto

Con base en las variables macroeconómicas y las proyecciones de los estados financieros se aplicó la metodología de Flujo de Caja Descontado ilustrada en el Anexo 4. El resultado del valor del negocio utilizando esta metodología es \$4.053.183.443

4.2 VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

Esta metodología, como se explicó anteriormente, consiste en realizar una comparación de la empresa objeto de valoración con otras empresas similares.

A continuación los pasos a seguir para llevar a cabo una valoración por múltiplos:

4.2.1 Análisis de la empresa objetivo

El análisis cualitativo donde se estiman factores como: servicios que ofrece la compañía, detalle mensual de ventas, participación en mercados, análisis de mercado y estructura organizacional. Adicionalmente, el análisis cuantitativo, donde se calculan factores de rendimiento, liquidez y endeudamiento, para poder identificar el estado económico de PROGYM se encuentra en la fase uno del presente proyecto.

4.2.2 Análisis y selección de las compañías comparables

En la selección de las compañías comparables se tuvieron en cuenta aspectos relevantes tales como: Empresas con la misma actividad económica que ofrecen servicios similares. Sería ideal que las compañías comparables tengan un tamaño similar y que la posición competitiva sea equivalente.

Sin embargo, en la práctica, no es fácil encontrar compañías que cumplan con todos los aspectos mencionados anteriormente, por lo tanto es necesario ajustarse

a las fuentes de información disponibles. En el caso de ProGym, el panorama es el siguiente:

- Progym es un Centro de Acondicionamiento y Preparación Física (CAPF), concepto innovador para Colombia y en general para Latinoamérica lo cual restringe conseguir información de compañías similares.
- En Latinoamérica no existen gimnasios ni CAPF que actualmente coticen en bolsa.
- En Colombia, las compañías afines a Progym son Inverdesa (Body Tech) y Spinning Center, las cuales no cotizan en bolsa.
- Las bases de datos financieras de las empresas Colombianas como lo son: BPR, Superfinanciera y Supersociedades no brindan la información financiera necesaria para poder aplicar este método de valoración.
- Las compañías que pueden tener una mayor similitud con Progym y que cotizan en bolsa, están ubicadas y cotizan en bolsas de Estados Unidos.

De acuerdo a las fuentes de información disponible, las compañías con las cuales se podría realizar la valoración por múltiplos, son las siguientes:

LIFE TIME FITNESS: compañía de Estados Unidos que inició operaciones en el año 1990, cuenta con una amplia gama de servicios deportivos los cuales ofrece dentro de un ambiente familiar y vacacional 24 horas al día 7 veces a la semana.

Dentro de los servicios que presta se encuentran: clases cardiovasculares en grupo, pesas, yoga, pilates, entrenamiento personal, escalada de roca, ciclismo, racketball, squash, trote, natación, tenis, basketball, salón de spa, recreación para niños, golf, triathlon, nutrición y café de la salud.

La compañía opera 86 filiales, localizadas en 19 estados, cada filial tiene entre 8.500 y 11.500 miembros. Cuenta con 34.442 metros cuadrados en total para ofrecer sus servicios, actualmente trabajan allí 17.400 empleados y la oficina principal se encuentra en Chanhansen, Minnesota.

Las filiales están situadas en zonas residenciales, buscando la cercanía entre la residencia, los centros comerciales y los centros de negocios.

Los ingresos obtenidos en diciembre de 2009 fueron de US\$850,34million y para marzo de 2010 fueron US\$837,44million.

TOWN SPORTS INTERNATIONAL HOLDING: es propietario y operador de clubes deportivos en Estados Unidos, opera 161 clubes bajo cuatro marcas regionales: New York Sports Clubs (NYSC), Boston Sports Clubs (BSC), Philadelphia Sports Clubs (PSC) and Washington Sports Clubs (WSC). Es el segundo grupo empresarial más grande del sector en dicho país.

Cuenta con aproximadamente 486.000 miembros fijos, es decir sin incluir los de membrecías inferiores a un año. Los miembros tienen la opción de adquirir el pasaporte regional, que permite el acceso a las cuatro marcas regiones.

Entre los servicios que ofrece el club deportivo se encuentran: un amplio grupo de equipos cardiovasculares, pesas, ciclismo, una red de sistemas de entretenimiento, clases grupales, servicio de toallas, cuarto de lockers, servicio de guardería, entrenamiento personal, duchas, y en algunas localidades hay piscinas, canchas de racketball y basketball, programas para niños y adultos mayores.

4.2.3 Selección del múltiplo comparable

De los diferentes métodos existentes para realizar la valoración por múltiplos comparables, para el caso de ProGym por tratarse de una empresa que se encuentra en el sector servicios, el múltiplo más empleado y recomendado es Enterprise value to EBITDA (EV/EBITDA), como se mencionó en el marco teórico del presente trabajo; este múltiplo es útil para valorar empresas con políticas de amortización diferente, ignora la estructura financiera de la empresa y es útil para las comparaciones transnacionales porque ignora los efectos distorsionadores de las políticas fiscales de los distintos países.

4.2.4 Aplicación del múltiplo de las compañías comparables a la empresa objetivo.

Industry Group	Recreation
----------------	------------

MERCADOS
EMERGENTES

	Datos			
	Promedio de EV/EBIT	Promedio de EV/EBITDA	Promedio de EV/Invested Capital	Suma de Firm Value (in US \$)
Total	253,10	81,87	3,85	23.235,62

Industry Group	Recreation
Country	(Varios elementos)

PAISES
SURAMERICANOS

	Datos			
	Promedio de EV/EBIT	Promedio de EV/EBITDA	Promedio de EV/Invested Capital	Cuenta de Broad Group
Total	6,80	12,34	1,13	6,00

EBITDA ProGym (2010)		81.524.763	
		Múltiplo Ebitda	Valor ProGym
Life Time Fitness (JUN- 10)	(LTM)	8,35	680.731.773
Town Sports International Holdings (JUN - 10)	(CLUB)	4,83	393.764.607
Paises suramericanos Damodaran		12,34	1.005.614.049

Tabla No. 19 Aplicación del múltiplo de las compañías comparables a la empresa objetivo

Fuente: Autores del Proyecto

5 COMPARACION E INTERPRETACION DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS DE LOS MODELOS DE VALORACIÓN APLICADOS A PROGYM S.A.

Por la metodología de valoración por múltiplos comparables se empleó el múltiplo del valor de la compañía sobre el EBITDA. Se tomaron como base dos múltiplos de empresas comparables, el múltiplo del sector recreación para los países suramericanos (profesor Damodaran) y el EBITDA de Progym a diciembre de 2010. Este procedimiento arroja un valor del negocio entre \$393 millones y \$1.005 millones.

El resultado obtenido al aplicar la metodología del descuento del flujo de caja proyectado a 10 años, con una tasa de descuento promedio del 14,60% y un valor terminal de \$ 11.074.070.743, arroja un valor del negocio de \$4.053.183.443.

Los resultados obtenidos por ambas metodologías son sustancialmente diferentes debido a que en la metodología de valoración por múltiplos comparables se utiliza el EBITDA a Diciembre de 2010, por lo tanto no se contempla las inversiones realizadas durante los próximos años, las cuales si se incluyen en las proyecciones de la metodología de descuento de flujo de caja.

Teniendo en cuenta que Progym no lleva más de dos años en el mercado y no ha finalizado su etapa de desarrollo y expansión, la valoración realizada se inclina más hacia la valoración de un proyecto, que a la valoración de una empresa. Como consecuencia de lo anterior los resultados obtenidos no se pueden comparar entre sí, pero si son coherentes según las bases utilizadas para cada valoración.

6 CONCLUSIONES

Es indudable que las valoraciones son una aproximación de la realidad esperada basada en supuestos y expectativas de los directivos y dueños de la empresa y de la forma como ellos ven el negocio, basada en el comportamiento histórico de la Empresa, basada en los indicadores macroeconómicos proyectados por entidades especializadas para tal fin, y la selección de los mismos por parte de los evaluadores. Por lo anterior el grado de subjetividad que se presenta es alto y es aún mayor cuando la empresa a valorar tiene poco tiempo de funcionamiento y no tiene historia como es el caso de Progym S.A.

Progym S.A. se encuentra en etapa de crecimiento y de posicionamiento dentro de los mercados que proyecta atender, situación que se ve reflejada en las proyecciones a pesar de haber sido realizadas de una manera conservadora dado que el nivel de ventas se incrementó anualmente a una tasa igual al IPC del año correspondiente. Con base en este indicador macroeconómico se realizaron la mayoría de las proyecciones con el fin de mantener el escenario conservador.

Los principales factores que condicionan los ingresos y el crecimiento de Progym son la cultura enmarcada en el sedentarismo, la sensibilidad a los cambios de precios realizados por la competencia y los ciclos del año (épocas de vacaciones, navidad). Estos factores son mitigados por medio de campañas publicitarias y promociones permanentes que incentivan el ingreso de nuevos afiliados y la permanencia de los actuales, que adicionalmente se ven motivados por la innovación en los programas y servicios ofrecidos.

Para la adecuación de las diferentes sedes los socios de Progym realizaron aportes, los cuales fueron registrados como pasivos y no como patrimonio. Esta contabilización se efectuó con el fin de no incurrir en el costo que implica aumentar el capital autorizado, suscrito y pagado de la sociedad. Estos aportes no representan gastos financieros en el Estado de Pérdidas y Ganancias de Progym pero si distorsiona el resultado obtenido en el WACC.

Respecto al resultado de la valoración por múltiplos, se concluye que debido a la restricción de información de empresas nacionales comparables del sector, se acudió a emplear datos accesibles de empresas extranjeras que cotizan en bolsa, las cuales llevan varios años en el mercado y presentan cifras y dimensiones completamente diferentes, además de la influencia que la cultura ejerce sobre sus cifras. Dado que Progym no es comparable con las empresas utilizadas en la aplicación de este método, el resultado obtenido no es exacto, por esta razón

también se toma en cuenta el múltiplo para el sector recreación dado por el profesor Damodaran.

El método de valoración de flujo de caja descontado arroja un valor del negocio de \$4.053.183.443. Este valor se basó en el desarrollo de los proyectos de crecimiento y expansión de Progym para los próximos diez años, los cuales incluyen la apertura de dos nuevas sedes. Por otro lado, la valoración por múltiplos comparables se basó en el EBITDA de la compañía a Diciembre de 2010 y en los múltiplos de las empresas comparables, por tal razón el valor del negocio oscila entre \$393 millones y \$1.005 millones.

Debido a las razones expuestas en las conclusiones anteriores, la valoración realizada se inclina más hacia la valoración de un proyecto que a la valoración de una empresa. Como consecuencia de lo anterior los resultados obtenidos por los dos métodos no se pueden comparar entre sí, pero si son coherentes según las bases utilizadas para cada valoración.

BIBLIOGRAFIA

http://www.macrogym.com/software_gimnasio/432/crece-la-industria-mundial-de-gimnasios-y-tecnologia.html

http://download.ihrsa.org/mediakit_2010.pdf

www.ihrsa.org

<http://www.slideshare.net/mercadofitness/foro-latinoamericano-de-gimnasios-ihrsa-san-francisco-2009>

<http://www.bodytech.com.co/content/view/214/87/>

<http://www.in-lan.com/es/0812/innovacion.html>

www.dane.gov.co

<http://www.eumed.net/libros/2009b/554/Razones%20Financieras%20Basicas.htm>

<http://www.scribd.com/doc/3255642/NTC-1486>

http://www.icontec.org/BancoConocimiento/C/compendio_de_tesis_y_otros_trabajos_de_grado/compendio_de_tesis_y_otros_trabajos_de_grado.asp?CodIdioma=ESP

AMAT, Oriol, EVA Valor Económico Agregado: Editorial Norma,2002.

FERNANDEZ, Pablo. Valoración de Empresas, Como medir y gestionar la creación de valor. Tercera Edición ampliada y puesta al día. Barcelona: Gestión 2000, 2004.

GARCIA SERNA, Oscar Leon, Valoración de Empresas – Gerencia del valor EVA: Digital Express, 2003.

LOPEZ LUBIAN, Francisco Jose y LUNA BUTZ, Walter de Luna, Valoración de Empresas en la Práctica: Mc Graw Hill, 2001.

MARTIN Marin, Jose Luis y TRUJILLO PONCE, Antonio, Manual de Valoración de Empresas: ARIEL 2000, 2000.

http://www.banrep.gov.co/publicaciones/pub_revis_es.htm#3

ANEXOS

Anexo No. 1 Estados Financieros proyectados

PYG	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos												
Operacionales	748.774.853	972.055.850	1.810.270.030	2.099.421.569	2.969.267.419	3.318.946.599	3.438.765.405	3.559.874.484	3.684.470.091	3.813.426.544	3.946.896.473	4.085.037.850
Costo de Venta	258.528.630	330.828.385	654.332.028	758.847.438	1.073.257.990	1.199.651.447	1.242.960.611	1.286.736.152	1.331.771.917	1.378.383.934	1.426.627.372	1.476.559.330
Utilidad Bruta	490.246.223	641.227.465	1.155.938.001	1.340.574.131	1.896.009.429	2.119.295.152	2.195.804.794	2.273.138.332	2.352.698.174	2.435.042.610	2.520.269.101	2.608.478.520
Gastos												
Administrativos	493.916.246	553.043.723	912.701.217	946.438.326	1.283.753.827	1.086.878.231	1.095.714.198	1.116.930.571	1.150.521.757	1.174.902.820	1.204.046.366	1.212.441.990
Gastos de Venta	41.106.917	78.683.320	124.560.000	128.919.600	133.431.786	138.101.899	142.935.465	147.938.206	153.116.043	158.475.105	164.021.734	169.762.494
Utilidad Operacional	(44.776.940)	9.500.423	118.676.784	265.216.206	478.823.817	894.315.023	957.155.131	1.008.269.555	1.049.060.373	1.101.664.684	1.152.201.001	1.226.274.035
Otros Ingresos	29.966.054	50.590.358	62.394.007	65.495.710	99.294.589	102.881.785	106.606.311	110.473.741	114.489.890	118.660.832	122.992.911	127.492.750
Otros egresos	238.459.933	116.201.324	287.412.490	253.318.761	303.510.048	239.037.449	181.077.914	128.001.852	85.715.255	59.923.901	61.754.234	63.797.491
Utilidad Antes de Imp.	(253.270.820)	(56.110.544)	(106.341.699)	77.393.154	274.608.358	758.159.358	882.683.528	990.741.443	1.077.835.008	1.160.401.616	1.213.439.678	1.289.969.294
Impuestos	920.000	1.580.675	1.009.532	25.539.741	90.620.758	250.192.588	291.285.564	326.944.676	355.685.552	382.932.533	400.435.094	425.689.867
Utilidad Neta	(254.190.820)	(57.691.219)	(107.351.231)	51.853.413	183.987.600	507.966.770	591.397.964	663.796.767	722.149.455	777.469.082	813.004.584	864.279.427
Depreciaciones	18.800.120	24.650.633	184.697.830	184.697.830	271.134.015	257.486.130	257.486.130	246.744.922	246.744.922	236.003.713	228.062.578	228.062.578
Amortizaciones	38.933.768	47.373.708	45.378.893	45.191.748	45.191.748	45.191.748	45.191.748	45.191.748	45.191.748	45.191.748	45.191.748	22.889.298
Utilidad Operacional	(44.776.940)	9.500.423	118.676.784	265.216.206	478.823.817	894.315.023	957.155.131	1.008.269.555	1.049.060.373	1.101.664.684	1.152.201.001	1.226.274.035
EBITDA	12.956.948	81.524.763	348.753.507	495.105.783	795.149.580	1.196.992.901	1.259.833.009	1.300.206.224	1.340.997.042	1.382.860.146	1.425.455.328	1.477.225.911

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Balance												
Disponible	224.216.235	232.160.215	(134.277.331)	(350.818.943)	189.108.679	807.544.018	1.454.044.344	2.290.456.108	3.166.479.217	4.397.505.790	5.664.691.797	6.946.943.628
Inversiones	200.941	288.607	297.265	306.183	315.369	324.830	334.575	344.612	354.950	365.599	376.567	387.864
Deudores	310.404.109	441.910.172	77.249.673	82.409.953	123.203.588	130.263.501	134.953.123	139.684.452	144.573.408	149.633.477	154.870.649	160.291.122
Propiedad Planta y Equipo	118.067.342	1.014.206.319	2.242.362.081	2.057.664.252	2.604.135.817	2.454.110.377	2.196.624.247	1.949.879.325	1.703.134.403	1.467.130.690	1.239.068.112	1.011.005.534
Intangibles	2.369.105	187.145	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Diferidos	412.833.381	1.027.440.629	798.532.336	1.587.424.066	1.409.758.580	1.232.093.094	1.054.427.608	876.762.123	699.096.637	521.431.151	343.765.665	210.705.079
Total	1.068.091.113	2.716.193.088	2.984.164.025	3.376.985.511	4.326.522.033	4.624.335.820	4.840.383.896	5.257.126.620	5.713.638.616	6.536.066.707	7.402.772.790	8.329.333.227
Pasivo												
Financieras	247.630.000	1.800.662.667	2.014.584.530	2.308.167.966	2.719.430.589	2.320.849.157	1.872.443.048	1.557.177.610	1.228.878.208	1.211.691.704	1.211.691.704	1.211.691.704
Proveedores	20.333.741	7.371.768	28.150.014	30.631.230	41.590.408	40.491.347	41.442.892	42.611.802	44.011.342	45.286.423	46.671.414	47.741.356
Impuestos por pagar	920.000	1.580.675	1.009.532	25.539.741	90.620.758	250.192.588	291.285.564	326.944.676	355.685.552	382.932.533	400.435.094	425.689.867
CxP	418.126.249	547.912.566	443.210.117	444.850.459	462.982.613	464.405.805	466.316.356	468.332.328	470.458.594	472.622.953	474.876.738	477.133.266
Obligaciones laborales	8.053.958	8.824.704	26.616.369	27.547.942	28.512.120	29.510.044	30.542.895	31.611.897	32.718.313	33.863.454	35.048.675	36.275.379
Diferidos	213.363.015	247.867.777	475.971.763	493.773.060	752.922.832	780.457.396	808.525.694	836.824.093	866.112.936	896.426.889	927.801.830	960.274.894
Total Pasivo	908.426.963	2.614.220.157	2.989.542.325	3.330.510.398	4.096.059.320	3.885.906.337	3.510.556.449	3.263.502.407	2.997.864.947	3.042.823.956	3.096.525.455	3.158.806.465
Patrimonio												
Capital social	120.000.000	120.000.000	120.000.000	120.000.000	120.000.000	120.000.000	120.000.000	120.000.000	120.000.000	120.000.000	120.000.000	120.000.000
Superavit	300.000.000	300.000.000	300.000.000	300.000.000	300.000.000	300.000.000	300.000.000	300.000.000	300.000.000	300.000.000	300.000.000	300.000.000
Resultados del ejercicio	(253.270.820)	(57.691.219)	(107.351.231)	51.853.413	183.987.600	507.966.770	591.397.964	663.796.767	722.149.455	777.469.082	813.004.584	864.279.427
Resultados anteriores	(7.065.030)	(260.335.850)	(318.027.069)	(425.378.300)	(373.524.887)	(189.537.287)	318.429.483	909.827.447	1.573.624.214	2.295.773.669	3.073.242.751	3.886.247.335
Total Patrimonio	159.664.150	101.972.931	(5.378.300)	46.475.113	230.462.713	738.429.483	1.329.827.447	1.993.624.214	2.715.773.669	3.493.242.751	4.306.247.335	5.170.526.762

Anexo No. 2 Calculo del Disponible

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de efectivo											
Caja inicial	224.216.235	232.160.215	(134.277.331)	(350.818.943)	189.108.679	807.544.018	1.454.044.344	2.290.456.108	3.166.479.217	4.397.505.790	5.664.691.797
EBITDA	81.524.763	348.753.507	495.105.783	795.149.580	1.196.992.901	1.259.833.009	1.300.206.224	1.340.997.042	1.382.860.146	1.425.455.328	1.477.225.911
Inversión en kw											
Deudores	(131.506.063)	364.660.499	(5.160.280)	(40.793.635)	(7.059.913)	(4.689.621)	(4.731.330)	(4.888.956)	(5.060.069)	(5.237.172)	(5.420.473)
CxP	129.786.317	(104.702.448)	1.640.342	18.132.154	1.423.192	1.910.551	2.015.972	2.126.266	2.164.359	2.253.785	2.256.528
Impuestos x Pagar	(920.000)	(1.580.675)	(1.009.532)	(25.539.741)	(90.620.758)	(250.192.588)	(291.285.564)	(326.944.676)	(355.685.552)	(382.932.533)	(400.435.094)
Inversiones	(87.666)	(8.658)	(8.918)	(9.185)	(9.461)	(9.745)	(10.037)	(10.338)	(10.649)	(10.968)	(11.297)
Total Inversión Kw	(2.727.413)	258.368.717	(4.538.388)	(48.210.408)	(96.266.940)	(252.981.403)	(294.010.959)	(329.717.704)	(358.591.912)	(385.926.888)	(403.610.335)
Inversión Activos Fijos											
Compra local	913.540.000	579.912.486	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Maquinaria	6.909.610	776.949.769	-	763.899.538	107.460.690	-	-	-	-	-	-
Oficina y computo	340.000	55.991.337	-	53.706.042	-	-	-	-	-	-	-
Intangibles	(2.181.960)	(187.145)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Diferidos	661.980.956	(183.529.401)	834.083.478	(132.473.738)	(132.473.738)	(132.473.738)	(132.473.738)	(132.473.738)	(132.473.738)	(132.473.738)	(110.171.288)
Inversión total	1.580.588.606	1.229.137.046	834.083.478	685.131.842	(25.013.048)	(132.473.738)	(132.473.738)	(132.473.738)	(132.473.738)	(132.473.738)	(110.171.288)
Financiación operativa											
Proveedores	(12.961.973)	20.778.246	2.481.216	10.959.179	(1.099.061)	951.544	1.168.911	1.399.540	1.275.081	1.384.991	1.069.941
Laborales	770.746	17.791.665	931.573	964.178	997.924	1.032.852	1.069.001	1.106.416	1.145.141	1.185.221	1.226.704
Diferidos	34.504.762	228.103.986	17.801.297	259.149.772	27.534.564	28.068.298	28.298.399	29.288.843	30.313.953	31.374.941	32.473.064
Total financiación operativa	22.313.534	266.673.897	21.214.086	271.073.128	27.433.427	30.052.694	30.536.311	31.794.800	32.734.174	33.945.153	34.769.709
Flujo de caja libre operacional	(1.479.477.721)	(355.340.925)	(322.301.998)	332.880.458	1.153.172.436	1.169.378.038	1.169.205.314	1.175.547.876	1.189.476.146	1.205.947.330	1.218.556.573

lujo de caja no operativo

Otros ingresos	50.590.358	62.394.007	65.495.710	99.294.589	102.881.785	106.606.311	110.473.741	114.489.890	118.660.832	122.992.911	127.492.750
Otros egresos	116.201.324	287.412.490	253.318.761	303.510.048	239.037.449	181.077.914	128.001.852	85.715.255	59.923.901	61.754.234	63.797.491
Total FC no operativo	(65.610.966)	(225.018.483)	(187.823.052)	(204.215.459)	(136.155.665)	(74.471.603)	(17.528.112)	28.774.635	58.736.931	61.238.676	63.695.259

**Amortización capital
obligaciones financieras**

Financieras	1.553.032.667	213.921.863	293.583.437	411.262.623	(398.581.432)	(448.406.109)	(315.265.438)	(328.299.402)	(17.186.505)	-	-
FC año	7.943.980	(366.437.546)	(216.541.613)	539.927.622	618.435.339	646.500.326	836.411.765	876.023.109	1.231.026.573	1.267.186.007	1.282.251.831
Disponible	232.160.215	(134.277.331)	(350.818.943)	189.108.679	807.544.018	1.454.044.344	2.290.456.108	3.166.479.217	4.397.505.790	5.664.691.797	6.946.943.628

Anexo No. 3 Calculo del WACC

ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA												
	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13	31-dic-14	31-dic-15	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-dic-20
OBLIGACIONES BANCARIAS	0,00%	40,05%	43,62%	32,44%	34,82%	23,96%	13,63%	6,55%	0,28%	-0,02%	-0,02%	-0,01%
CUENTAS POR PAGAR PROVEEDORES	1,90%	0,27%	0,94%	0,91%	0,96%	0,88%	0,86%	0,81%	0,77%	0,69%	0,63%	0,57%
CUENTAS POR PAGAR A SOCIOS	58,01%	46,02%	37,53%	47,97%	37,44%	35,03%	33,47%	30,81%	28,35%	24,78%	21,88%	19,45%
COSTOS Y GASTOS POR PAGAR	4,32%	0,39%	1,21%	1,12%	1,29%	1,24%	1,22%	1,17%	1,11%	1,00%	0,92%	0,84%
OBLIGACIONES LABORALES	0,75%	0,32%	0,89%	0,82%	0,66%	0,64%	0,63%	0,60%	0,57%	0,52%	0,47%	0,44%
PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
DIFERIDOS (AFILIADOS)	19,98%	9,13%	15,95%	14,62%	17,40%	16,88%	16,70%	15,92%	15,16%	13,72%	12,53%	11,53%
PATRIMONIO	14,95%	3,75%	-0,18%	1,38%	5,33%	15,97%	27,47%	37,92%	47,53%	53,45%	58,17%	62,08%

COSTO EFECTIVO DE LAS FUENTES DE FINANCIACION después de impuestos												
	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13	31-dic-14	31-dic-15	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-dic-20
OBLIGACIONES BANCARIAS	9,67%	7,76%	10,24%	10,24%	10,24%	10,24%	10,24%	10,24%	10,24%	10,24%	10,24%	10,24%
CUENTAS POR PAGAR PROVEEDORES	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
CUENTAS POR PAGAR A SOCIOS	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%	14,33%
COSTOS Y GASTOS POR PAGAR	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
OBLIGACIONES LABORALES	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
DIFERIDOS (AFILIADOS)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PATRIMONIO	21,47%	50,53%	-796,84%	117,60%	39,07%	20,84%	17,02%	15,56%	14,78%	14,44%	14,22%	14,07%

Anexo No. 4 Flujo de Caja Descontado del Proyecto

FLUJO DE CAJA LIBRE DEL PROYECTO												
	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13	31-dic-14	31-dic-15	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-dic-20
= EBIT	-44.776.940	9.500.423	118.676.784	265.216.206	478.823.817	894.315.023	957.155.131	1.008.269.555	1.049.060.373	1.101.664.684	1.152.201.001	1.226.274.035
+ GASTOS DE DEPRECIACION	18.800.120	24.650.633	184.697.830	184.697.830	271.134.015	257.486.130	257.486.130	246.744.922	246.744.922	236.003.713	228.062.578	228.062.578
+ AMORTIZACION DIFERIDOS	38.933.768	47.373.708	45.378.893	45.191.748	45.191.748	45.191.748	45.191.748	45.191.748	45.191.748	45.191.748	45.191.748	22.889.298
= EBITDA	12.956.948	81.524.763	348.753.507	495.105.783	795.149.580	1.196.992.901	1.259.833.009	1.300.206.224	1.340.997.042	1.382.860.146	1.425.455.328	1.477.225.911
- INVERSIONES FIJAS REALIZADAS	136.867.462	1.580.588.606	1.229.137.046	834.083.478	685.131.842	-25.013.048	-132.473.738	-132.473.738	-132.473.738	-132.473.738	-132.473.738	-110.171.288
+ o - INVERSIONES EN CAPITAL DE TRABAJO		-2.727.413	258.368.717	-4.538.388	-48.210.408	-96.266.940	-252.981.403	-294.010.959	-329.717.704	-358.591.912	-385.926.888	-403.610.335
+ O - EFECTO NETO VTA DE ACTIVOS FIJOS												
+ FINANCIACION OPERATIVA		22.313.534	266.673.897	21.214.086	271.073.128	27.433.427	30.052.694	30.536.311	31.794.800	32.734.174	33.945.153	34.769.709
= FLUJO DE CAJA OPERACIONAL	-123.910.514	-1.479.477.721	-355.340.925	-322.301.998	332.880.458	1.153.172.436	1.169.378.038	1.169.205.314	1.175.547.876	1.189.476.146	1.205.947.330	1.218.556.573
- IMPUESTOS OPERACIONALES	0	3.135.139	39.163.339	87.521.348	158.011.860	295.123.958	315.861.193	332.728.953	346.189.923	363.549.346	380.226.330	404.670.432
= FLUJO DE CAJA LIBRE	-123.910.514	-1.482.612.860	-394.504.264	-409.823.345	174.868.599	858.048.478	853.516.844	836.476.361	829.357.953	825.926.801	825.721.000	813.886.141
WACC d.i. con beta apalancado (FCL)	11,52%	11,60%	11,28%	11,81%	11,01%	10,80%	10,87%	10,99%	11,12%	11,27%	11,41%	11,52%
FACTOR DE DESCUENTO	0,896683605	0,896052121	0,898639566	0,894352869	0,900808423	0,902519812	0,901980279	0,901007468	0,899942034	0,898718514	0,897604594	1
VALOR PRESENTE DE CADA FCL	-123.910.514	-1.329.434.644	-316.974.411	-295.906.654	112.922.055	499.127.164	448.093.064	396.101.821	353.853.562	317.130.238	284.939.799	252.097.480
VALOR PRESENTE NETO FCL		721.949.474										
TIR FCL		17%										

FLUJO DE CAJA PARA VALORACION DEL NEGOCIO												
	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13	31-dic-14	31-dic-15	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-19	31-dic-20
= FLUJO DE CAJA LIBRE	123.910.514	-1.482.612.860	394.504.264	409.823.345	174.868.599	858.048.478	853.516.844	836.476.361	829.357.953	825.926.801	825.721.000	813.886.141
+ Valor terminal												11.074.070.734
= FLUJO DE CAJA LIBRE con VT	123.910.514	-1.482.612.860	394.504.264	409.823.345	174.868.599	858.048.478	853.516.844	836.476.361	829.357.953	825.926.801	825.721.000	11.887.956.875
WACC d.i. con beta apalancado (FCL)	14,87%	14,95%	14,62%	15,17%	14,34%	14,12%	14,19%	14,32%	14,45%	14,61%	14,75%	14,86%
FACTOR DE DESCUENTO	0,87056661	0,86995352	0,87246560	0,86830376	0,87457128	0,87623283	0,87570901	0,87476453	0,87373013	0,87254225	0,87146077	0,87060908
VALOR PRESENTE DE CADA FCL	123.910.514	-1.290.713.247	298.778.783	270.796.507	100.329.783	430.551.476	375.270.887	322.067.029	279.335.269	243.053.921	212.021.970	2.660.128.397
VALOR DEL NEGOCIO	\$4.053.183.443											

UNIVERSIDAD DE LA SABANA
INSTITUTO DE POSTGRADOS
RESUMEN ANALÍTICO DE INVESTIGACIÓN

ORIENTACIONES PARA SU ELABORACIÓN:

El Resumen Analítico de Investigación (RAI) debe ser elaborado en Excel según el siguiente formato registrando la información exigida de acuerdo la descripción de cada variable. Debe ser revisado por el asesor(a) del proyecto. EL RAI se presenta (quema) en el mismo CD-Room del proyecto como un segundo archivo denominado: " RAI "

No.	VARIABLES	DESCRIPCIÓN DE LA VARIABLE
1	NOMBRE DEL POSTGRADO	ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
2	TÍTULO DEL PROYECTO	VALORACION FINANCIERA DE LA EMPRESA PROGYM S.A. A TRAVES DE LA APLICACIÓN DE LOS MODELOS DE VALORACION: FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS Y MÚLTIPLOS COMPARABLES
3	AUTOR(es)	Aranda Parra Aura Milena, Lizarazo Amado Juliana Marcela, Sanchez Almeida Natalia
4	AÑO Y MES	2010 septiembre
5	NOMBRE DEL ASESOR(a)	Iguaran Linero Silvia
6	DESCRIPCIÓN O ABSTRACT	<p>PROGYM S.A., es una Empresa santandereana que Centro de Acondicionamiento y Preparación Física que comenzó operaciones en febrero de 2009, actualmente está gestionando la apertura de la segunda sede y planea abrir una tercera sede en el mismo departamento. Los socios están interesados en conocer el valor actual de la Empresa, para lo cual en el presente trabajo se aplican a Progym los modelos de valoración de Flujos de de caja descontados a 10 años y de Múltiplos comparables.</p> <p>PROGYM S.A. is a Fitness Center that began operations in February 2009. Now a days, Progym S.A. works on opening its second branch and one of its objectives is to open a third branch in the same state. The owners are interested in knowing the current value of the Company, and that is the reason why in this project are applied two valuation models to Progym S.A.: discounted cash flows at 10 years and multiples.</p>
7	PALABRAS CLAVES O DESCRIPTORES	Apalancamiento financiero, Aumento de valor de los accionistas, Beta de una Acción, Capital Cash Flow (CCF), Capitalización, CAPM, Cash Flow Contable, Cash Flow Normativo, Cash Flow Accionistas, Inflación, Ke, Ku, NOF, TIR.
8	SECTOR ECONÓMICO AL QUE PERTENECE EL PROYECTO	Servicios y Recreación.
9	TIPO DE INVESTIGACIÓN	Hace referencia a la investigación aplicada.
10	OBJETIVO GENERAL	Valorar financieramente la Empresa PROGYM S.A. a través de la aplicación de los modelos de valoración: Flujos de caja descontados y Múltiplos comparables.
11	OBJETIVOS ESPECÍFICOS	<p>Diagnosticar la situación financiera de PROGYM S.A.</p> <p>Aplicar los modelos de valoración de Flujos de Caja Descontados y de Múltiplos Comparables a la Empresa PROGYM S.A.</p> <p>Comparar los resultados obtenidos de los modelos de valoración aplicados a PROGYM S.A.</p> <p>Interpretar los resultados obtenidos de cada modelo</p>

12	FUENTES BIBLIOGRÁFICAS	<p> http://www.macrogym.com/software_gimnasio/432/crece-la-industria-mundial-de-gimnasios-y-tecnologia.html http://www.macrogym.com/software_gimnasio/432/crece-la-industria-mundial-de-gimnasios-y-tecnologia.html http://download.ihrsa.org/mediakit_2010.pdf www.ihrsa.org http://www.slideshare.net/mercadofitness/foro-latinoamericano-de-gimnasios-ihrsa-san-francisco-2009 http://www.bodytech.com.co/content/view/214/87/ http://www.in-lan.com/es/0812/innovacion.html www.dane.gov.co http://www.eumed.net/libros/2009b/554/Razones%20Financieras%20Basicas.htm http://www.scribd.com/doc/3255642/NTC-1486 http://www.icontec.org/BancoConocimiento/C/compendio_de_tesis_y_otros_trabajos_de_grado/compendio_de_tesis_y_otros_trabajos_de_grado.asp?CodIdioma=ESP AMAT, Oriol, EVA Valor Económico Agregado: Editorial Norma, 2002. FERNANDEZ, Pablo. Valoración de Empresas, Como medir y gestionar la creación de valor. Tercera Edición ampliada y puesta al día. Barcelona: Gestión 2000, 2004. GARCIA SERNA, Oscar Leon, Valoración de Empresas – Gerencia del valor EVA: Digital Express, 2003. LOPEZ LUBIAN, Francisco Jose y LUNA BUTZ, Walter de Luna, Valoración de Empresas en la Práctica: Mc Graw Hill, 2001. MARTIN Marin, Jose Luis y TRUJILLO PONCE, Antonio, Manual de Valoración de Empresas: ARIEL 2000, 2000. </p>
13	RESUMEN O CONTENIDO	<p> JUSTIFICACION Y ALCANCE 1 OBJETIVOS 1.1 OBJETIVO GENERAL 1.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS 2 MARCO REFERENCIAL 2.1 MARCO TEORICO 3 DIAGNOSTICO DE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE PROGYM S.A. 3.1 Presentación de la empresa 3.1.1 Historia 3.1.2 Misión 3.1.3 Visión 3.1.4 Estructura Organizacional 3.1.5 Alcance de la valoración: 3.2 Recolección y análisis de la información 3.2.1 Información Comercial 3.2.2 Políticas de Cartera 3.2.3 Posicionamiento de ProgyM en el Mercado 3.2.4 Detalle Mensual de Ventas por Producto 3.2.5 Información del sector 3.2.6 Información financiera 4 APLICACIÓN DE LOS MODELOS DE VALORACIÓN DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS Y DE MÚLTIPLOS COMPARABLES A LA EMPRESA PROGYM S.A. 4.1 VALORACION por FLUJO DE CAJA DESCONTADO 4.2 Valoración por múltiplos 4.2.1 Análisis de la empresa objetivo 4.2.2 Análisis y selección de las compañías comparables 4.2.3 Selección del múltiplo comparable 4.2.4 Aplicación del múltiplo de las compañías comparables a la empresa objetivo. 5 COMPARACION E INTERPRETACION DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS DE LOS MODELOS DE VALORACIÓN APLICADOS A PROGYM S.A. 6 CONCLUSIONES BIBLIOGRAFIA ANEXOS </p>

14	METODOLOGÍA	<p>Diagnostico de la situación financiera de PROGYM S.A.</p> <p>En esta fase se recolectará y analizará la información de la organización, a través de diferentes medios como lo son: visitas, charlas, entrevistas con las personas involucradas en el proceso.</p> <p>Aplicación de los modelos de valoración de Flujos de Caja Descontados y de Múltiplos Comparables a la Empresa PROGYM S.A.</p> <p>Para realizar la aplicación de modelos de valoración, es necesario determinar los parámetros con los cuales se realizarán las proyecciones de los estados financieros de PROGYM S.A. con el fin que la información sea consistente y que los resultados obtenidos en la aplicación de los modelos sean los más acordes a la realidad.</p> <p>Comparación de los resultados obtenidos de los modelos de valoración aplicados a PROGYM S.A.</p> <p>Obtenidos los resultados de los modelos, se compararán entre sí con el ánimo de determinar su congruencia.</p> <p>Interpretación de los resultados obtenidos de cada modelo de manera que permita efectuar el proceso de valoración</p> <p>Con base en los resultados obtenidos en la aplicación de los dos modelos de valoración y la comparación de los mismos, se conocerá el Valor de PROGYM S.A.</p>
15	CONCLUSIONES	<p>Es indudable que las valoraciones son una aproximación de la realidad esperada basada en supuestos y expectativas de los directivos y dueños de la empresa y de la forma como ellos ven el negocio, basada en el comportamiento histórico de la Empresa, basada en los indicadores macroeconómicos proyectados por entidades especializadas para tal fin, y la selección de los mismos por parte de los evaluadores. Por lo anterior el grado de subjetividad que se presenta es alto y es aún mayor cuando la empresa a valorar tiene poco tiempo de funcionamiento y no tiene historia como es el caso de Progym S.A.</p> <p>Progym S.A. se encuentra en etapa de crecimiento y de posicionamiento dentro de los mercados que proyecta atender, situación que se ve reflejada en las proyecciones a pesar de haber sido realizadas de una manera conservadora dado que el nivel de ventas se incrementó anualmente a una tasa igual al IPC del año correspondiente. Con base en este indicador macroeconómico se realizaron la mayoría de las proyecciones con el fin de mantener el escenario conservador.</p> <p>Los principales factores que condicionan los ingresos y el crecimiento de Progym son la cultura enmarcada en el sedentarismo, la sensibilidad a los cambios de precios realizados por la competencia y los ciclos del año (épocas de vacaciones, navidad). Estos factores son mitigados por medio de campañas publicitarias y promociones permanentes que incentivan el ingreso de nuevos afiliados y la permanencia de los actuales, que adicionalmente se ven motivados por la innovación en los programas y servicios ofrecidos.</p> <p>Para la adecuación de las diferentes sedes los socios de Progym realizaron aportes, los cuales fueron registrados como pasivos y no como patrimonio. Esta contabilización se efectuó con el fin de no incurrir en el costo que implica aumentar el capital autorizado, suscrito y pagado de la sociedad. Estos aportes no representan gastos financieros en el Estado de Pérdidas y Ganancias de Progym pero si distorsiona el resultado obtenido en el WACC.</p> <p>Respecto al resultado de la valoración por múltiplos, se concluye que debido a la restricción de información de empresas nacionales comparables del sector, se acudió a emplear datos accesibles de empresas extranjeras que cotizan en bolsa, las cuales llevan varios años en el mercado y presentan cifras y dimensiones completamente diferentes, además de la influencia que la cultura ejerce sobre sus cifras. Dado que Progym no es comparable con las empresas utilizadas en la aplicación de este método, el resultado obtenido no es exacto, por esta razón también se toma en cuenta el múltiplo para el sector recreación dado por el profesor Damodaran.</p> <p>El método de valoración de flujo de caja descontado arroja un valor del negocio de \$4.053.183.443. Este valor se basó en el desarrollo de los proyectos de crecimiento y expansión de Progym para los próximos diez años, los cuales incluyen la apertura de dos nuevas sedes. Por otro lado, la valoración por múltiplos comparables se basó en el EBITDA de la compañía a Diciembre de 2010 y en los múltiplos de las empresas comparables, por tal razón el valor del negocio oscila entre \$393 millones y \$1.005 millones..</p> <p>Debido a las razones expuestas en las conclusiones anteriores, la valoración realizada se inclina más hacia la valoración de un proyecto que a la valoración de una empresa. Como consecuencia de lo anterior los resultados obtenidos por los dos métodos no se pueden comparar entre sí, pero si son coherentes según las bases utilizadas para cada valoración.</p>

*	CÓDIGO DE LA BIBLIOTECA	No aplica para usted.
---	-------------------------	-----------------------

CRISANTO QUIROGA OTÁLORA
Coordinador Comité de Investigación