



Universidad
Zaragoza

1542

TRABAJO FIN DE GRADO

Valoración de una empresa multinacional

Grupo Adolfo Domínguez

Valuation of a multinational company

Adolfo Domínguez Group

AUTOR

Patricia Salas Torrens

DIRECTOR

José Antonio Laínez Gadea

Programa conjunto Derecho y Administración de Empresas

Facultad de Economía y Empresa

Curso 2023/2024

INDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCION	1
1. Presentación.....	1
2. Elección del tema.....	1
3. Metodología seguida para la elaboración del trabajo	2
2. ANÁLISIS DE LA EMPRESA ADOLFO DOMINGUEZ.....	2
3. MÉTODOS VALORACION DE EMPRESAS. MARCO CONCEPTUAL	6
1 Aspectos conceptuales claves y por qué valorar una empresa	6
2. Principales modelos de valoración. Clasificación	7
2.1 Modelos estáticos	7
2.2 Modelos dinámicos	8
2.3 Modelo mixto	9
2.5 Modelo de Múltiplos.....	10
4. MÉTODO DEL PATRIMONIO AJUSTADO O VALORES CONTABLES ...	10
1. Objetivos y metodología.....	10
2. Valor de la marca y cartera de productos.....	11
3. Innovación y desarrollo de Adolfo Domínguez.....	12
4. Capital humano e intelectual de Adolfo Domínguez.....	13
5. Valoración del Patrimonio Neto Ajustado de la Empresa Adolfo Domínguez	13
5. MÉTODO DEL DESCUENTO DE FLUJOS	13
1. Objetivos y metodología.....	13
2. Horizonte temporal	15
3. Proyecciones financieras y establecimiento de escenarios	17
3.2. Escenario neutro.....	25
3.1. Escenario optimista	26
3.3. Escenario pesimista	27
4. Estimación de las tasas de descuento.....	28
5. Valor terminal o residual.....	31
6. Valor de la empresa (enterprise value).....	31
6.1. Escenario neutro.....	32
6.2. Escenario optimista	33
6.3. Escenario pesimista	33
7. Valor del patrimonio o de las acciones de la empresa (Equity Value)	34

7.1. Escenario neutro.....	34
7.2. Escenario optimista	35
7.3. Escenario pesimista	36
6. MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	36
1. Objetivos y metodología.....	36
2. Análisis y selección de empresas comparables.....	37
3. Selección de múltiplos a aplicar	38
4 Aplicación de los múltiplos de la empresa y rango de valoración obtenido	38
7. CONCLUSIONES	40
BIBLIOGRAFIA	41
ANEXO I	42
ANEXO II.....	47

1. INTRODUCCION

1. Presentación

El presente trabajo trata de valorar el Grupo Adolfo Domínguez. La valoración de empresas es un proceso de análisis que lleva a cabo una empresa con el fin de conocer el valor que esta tiene. Valorar una empresa responde a múltiples objetivos, tales como compraventa de empresas, fusiones adquisiciones, salidas a bolsa...

Para valorar una empresa existen múltiples métodos de valoración que a continuación serán expuestos, no obstante, en el presente trabajo procederemos a la valoración de Adolfo Domínguez a través del método del patrimonio ajustado o valores contables, método de descuento de flujos y método de comparación por múltiplos.

2. Elección del tema

La principal razón que me ha motivado la elección del tema es la gran importancia que presenta en el mundo de las finanzas, contabilidad y economía una adecuada valoración de una empresa para la posterior toma de decisiones.

La elección del Grupo Adolfo Domínguez, obedece al interés que me suscitaba el hecho de que fue la primera marca de moda española en salir a bolsa, pues se trata de una gran empresa española con presencia internacional. No obstante, la compañía, como posteriormente comprobaremos ha atravesado momentos duros y negativos, por lo que me ha parecido de especial relevancia analizar las causas y consecuencias, así como observar cuáles fueron las estrategias seguidas por la compañía para recuperar su situación positiva. Tras varios periodos con resultados negativos, parece que la compañía se encuentra en un periodo de recuperación, circunstancia a su vez que me ha llevado a la elección de la misma, con el fin de comprobar si la compañía continuará en tendencia positiva o no.

3. Metodología seguida para la elaboración del trabajo

El presente trabajo de fin de grado como anteriormente hemos aludido, se trata de una valoración de la compañía Adolfo Domínguez. Para ello, se han utilizado tres métodos distintos de valoración, por lo que podemos diferenciar tres partesEn primer lugar, método de valores contables, sin embargo, como consecuencia de la falta de información susceptible de ser cuantificada, se ha procedido únicamente a la explicación de los factores que potenciarían el valor del grupo.En segundo lugar y el método más exhaustivo protagonista del presente trabajo, ha sido el método de descuento de flujos, el cual consta de en primer lugar, un horizonte temporal que ha permitido estimar las proyecciones para la compañía, la estimación de las tasas de descuento y el cálculo del *enterprise value* y *equity value*.

Finalmente, y en tercer lugar se ha valorado en base al método de comparación de múltiplos, de tal manera que se han escogido empresas pertenecientes al sector de la compañía y la elección de un múltiplo para su posterior valoración.

2. ANÁLISIS DE LA EMPRESA ADOLFO DOMINGUEZ

La empresa objeto del presente trabajo es el Grupo “Adolfo Domínguez”. Se trata de una marca fundada por el propio Adolfo Domínguez en Galicia, España, en los años 70. El principal objetivo de la marca es ofrecer al público moda de autor a un precio relativamente asequible.

Su actividad principal es el diseño y venta de ropa y accesorios tanto para mujeres como para hombres, junto con la distribución de perfumes y gafas. La compañía ha apostado desde sus inicios por la sostenibilidad, sin dejar aparte la calidad.

La misión¹ de la firma como anteriormente hemos mencionado se basa en ofrecer moda y complementos de autor a un precio cómodo. Su visión es conseguir posicionarse como líder en el mundo de la moda de autor, garantizando y ofreciendo productos con sonido propio. Los valores de la firma se orientan en torno a la sencillez, poesía y siluetas fluidas como símbolo de la libertad cómo código de vestimenta, así como la amabilidad, creatividad y excelencia.

¹ Estado de información no financiera correspondiente al ejercicio finalizado el 28 de febrero de 2023, junto con el informe del prestador de servicios independiente, pg.13.

El Grupo “Adolfo Domínguez”, opera con un modelo combinado de tiendas físicas propias, franquicias y venta online.

La estrategia seguida por el grupo con el objetivo de cumplir la visión empresarial, se sostiene en tres pilares principales. En primer lugar, compromiso con la sostenibilidad, basado en una mejora continua de los procesos, con el objetivo de mitigar el cambio climático y contribuyendo a satisfacer el bienestar de los grupos de interés. En segundo lugar, la omnicanalidad y servitización, lo cual implica una constante satisfacción del público objetivo, ya sea en cuanto a la calidad y diseño a través de la innovación y tecnología, como en todo aquello relativo a los canales de distribución. Finalmente, no menos importante, el tercer pilar; la transformación digital en todos los procesos, tanto en el producto y cadena de suministro mediante la implantación de sistemas de gestión de pedidos, como en el ámbito comercial y organizativo.

En cuanto a la historia de la compañía², como anteriormente hemos mencionado, surge en los años 70, con un estilo encorsetado del tardofranquismo. En los años 80, desfilan en Cibeles junto con el reconocimiento de Vogue como una de las marcas más relevantes del momento. Diez años después, es un año clave para la compañía, se crea el perfume Agua Fresca, se expande a otros mercados y además se produce la salida a bolsa. En los 2000 se refuerza el compromiso social con la publicación de Política de Responsabilidad Social Corporativa y Política de Bienestar Animal. En el 2010, apuesta por el comercio electrónico a través de la creación de una plataforma online. La Reina Doña Leticia otorga a Adolfo Domínguez el Premio Nacional al Diseñador de Moda. En el 2020, se produce una expansión internacional por México, Latinoamérica y Medio Oriente.

En los últimos años, ha ido desarrollando una mayor diversidad de marcas, entre las que se encuentran U by Adolfo Domínguez S.A. centrada en un público más joven, y AD kids, que dirige su estrategia hacia los más pequeños. Otras líneas que han logrado despegar y acentuar más la imagen de Adolfo Domínguez S.A., son la joyería elaborada con elementos naturales o las prendas dirigidas a las mascotas.

Es necesario destacar que, la compañía ha atravesado unos años difíciles, marcados por una disminución de ventas y unos resultados negativos. A partir de 2018 la compañía comenzó un proceso de reestructuración con el objetivo de terminar con las tiendas menos

² Estado de información no financiera correspondiente al ejercicio finalizado el 28 de febrero de 2023, junto con el informe del prestador de servicios independiente, pp. 12 y ss.

rentables y conseguir una disminución de los gastos operativos. Cuando parecía que el Grupo se empezaba a recuperar y a ganar rentabilidad, irrumpió la pandemia, lo cual le vuelve a situar en resultados negativos. Parece que ahora, tras los años de post-pandemia el Grupo consigue una buena situación, pues ha obtenido un aumento de ventas y se posiciona con un Resultado Operativo y un Resultado Bruto de explotación positivo.

Vamos a proceder a la realización del análisis **DAFO**, esto es un análisis exhaustivo de las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades.

Amenazas

En lo que respecta al sector exterior, la principal amenaza que presenta el Grupo Adolfo Domínguez es el posible cambio en los hábitos de los consumidores, ya sea en el mercado nacional, pues los consumidores son propensos a dejarse llevar por las modas y tendencias, así como en el proceso de internacionalización, pues las diferentes culturas y tendencias en algunos países puede ocasionar barreras de entrada al Grupo.

A su vez, el Grupo se encuentra compitiendo en el sector e industria textil, uno de los sectores más competitivos del país, en los que existe una pluralidad de empresas y es necesaria una diferenciación ya sea bien a través de los precios o de la calidad de los productos ofertados.

Otra de las amenazas principales que puede afectar en gran medida a la compañía son los cambios legislativos en lo relativo a materias relacionadas con la sostenibilidad. Como anteriormente hemos mencionado, el Grupo está comprometido con la sostenibilidad medioambiental, todos sus productos están fabricados a través de materias primas sostenibles, por lo que un cambio en dicho marco legal podría suponer una amenaza para la compañía.

Finalmente, una de las amenazas más comunes para las empresas, la desestabilidad política y geopolítica, tales como guerras, inflación...puede suponer un riesgo a nivel nacional pero también a nivel internacional.

Oportunidades

La principal oportunidad que presenta la compañía es aprovecharse del acceso a internet, puesto que ello le permite a la marca un aumento de ventas a través de este canal.

Otra de las oportunidades es que las personas cada vez están más concienciadas con el medio ambiente. Adolfo Domínguez como anteriormente hemos mencionado es una compañía sostenible, que respeta el medio ambiente. Desde 2018 la empresa mantiene una campaña de comunicación por su compromiso con el medio ambiente, esta lealtad y continuidad otorga credibilidad y respeto para los potenciales consumidores que valoran la calidad y sostenibilidad de las prendas.

La entrada en el mercado japonés supone una gran oportunidad para el Grupo AD, puesto que le permite darse a conocer en un nuevo mercado y ampliar su red de clientes.

A su vez se presenta como una oportunidad para la compañía la nueva inversión tecnológica que ha realizado el presente año. El objetivo que se persigue es una transformación digital completa, que permita a la compañía incorporar herramientas innovadoras en el sector, y que aportan una mejora en toda la cadena de suministro y un avance importante en la estrategia de omnicanalidad.

Ha situado al cliente en el centro, la transformación en la cadena logística ha permitido eficiencias en entrega en punto de venta y en la gestión del canal online. Asimismo, se ha mejorado la experiencia cliente, incorporando la inteligencia artificial para ayudarle en la elección de las prendas y acercando la firma a un segmento de mercado más joven.

Fortalezas

Uno de sus puntos fuertes para el Grupo es la gran variedad que este tiene de productos a ofrecer al mercado, desde textiles, hasta complementos e incluso colonias.

Se trata a su vez de una compañía definida por una gran calidad y sostenibilidad, lo cual le otorga una buena reputación manteniendo una clientela fiel a la marca.

A su vez, comenzó siendo una empresa familiar participando en numerosos desfiles y campañas internacionales otorgándole prestigio y gran reconocimiento internacional.

Debilidades

Su mayor debilidad, como consecuencia de dedicarse al a industria textil, son el cambio de tendencias, por lo que el Grupo debe tener una rápida adaptación a las mismas, para estar continuamente a la moda y satisfacer las necesidades de los clientes.

Si bien es cierto que el Grupo AD no es una marca de precio bajo, se trata de una marca con precios relativamente altos, pues deben cumplir con los estándares de sostenibilidad y calidad, lo que hace que los precios sean superiores.

Otra de las debilidades, es el continuo cambio que está viviendo el mundo en la actualidad, por lo que la incertidumbre tanto económica, financiera y política supone una debilidad para el Grupo Adolfo Domínguez.

Una vez analizado la historia y el entorno, procedemos a la explicación de los métodos de valoración de empresas.

3. MÉTODOS VALORACION DE EMPRESAS. MARCO CONCEPTUAL

1 Aspectos conceptuales claves y por qué valorar una empresa

Existe en el análisis financiero diferentes métodos posibles para valorar una empresa. No existe un procedimiento o un método único de valoración, si no que cada empresa debe realizar la valoración en función de unos pretextos u otros.

No hay una definición única y exacta sobre la valoración de una empresa, no obstante, generalmente se alude a tres palabras claves, inversión, expectativa y riesgo. Es necesario determinar, como cuestión previa a la valoración, el origen, causas y objetivos que la motivan, y a continuación seleccionar el modelo y método que más se adapte a las necesidades. En cuanto a los objetivos de la valoración, estos son diversos³.

- Operaciones de compraventa
- Fusiones y adquisiciones
- Valoración de empresas cotizadas en bolsa, así como salidas a bolsa
- Herencias y testamentos
- Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa
- Sistemas de remuneración basados en creación de valor
- Planificación estratégica

De manera previa, antes de comenzar con la distinción de los modelos y métodos existentes en el análisis financiero, resulta imprescindible, discernir entre **valor y precio**⁴.

³ LÁINEZ GADEA, J.A., Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional, pág.

6.

⁴ FERNÁNDEZ, P., Valoración de empresas y sensatez, Gestión 2000, 2006, 6^a edición, pág.5

Ambos son conceptos similares, útiles en el análisis y valoración empresarial, pero con importantes distinciones.

La primera distinción es que el valor es aquello que es capaz de generar la empresa, mientras que el precio es la cantidad que se acuerda entre comprador y vendedor de una empresa, es decir, el importe por el cual se cierra una operación de compra venta. Como anteriormente hemos mencionado, la valoración empresarial sirve para distintos propósitos, por lo que una empresa puede tener distinto valor, en función del método y modelo que se utilice, dependiendo del objetivo.

Existen por tanto diferentes usos de la palabra valor a modo de ejemplo: una empresa se puede valorar, atendiendo a su valor contable el cual se corresponde a la distinción entre activo y pasivo exigible, valor de liquidación, valor sustancial, valor terminal, valor de mercado, valor relativo, valor intrínseco...

En segundo lugar, es de especial importancia establecer la diferencia entre **modelo** y **método** de valoración. El modelo es aquella herramienta matemática que se compone por una o varias ecuaciones la cual representa de forma general situaciones complejas. Por otro lado, el método es una guía de actuación en la recolección y manipulación de los datos, la interpretación de los resultados y el establecimiento de reglas de decisión².

2. Principales modelos de valoración. Clasificación

En el análisis y valoración de empresas, podemos encontrar una gran variedad de métodos de valoración. No obstante, con el objetivo de simplificar y agrupar los diferentes métodos, vamos a trabajar atendiendo a una clasificación cuádruple; modelos estáticos, dinámicos, mixtos y de comparación de múltiplos. Dicha clasificación viene inspirada en el principio básico de valoración, esto es, en la capacidad de la empresa de generar flujos de caja en el futuro.

2.1 Modelos estáticos

Se trata de la metodología tradicional, es el conjunto de métodos que valoran el activo como un valor fijo. Como su propio nombre indica, hace alusión a un periodo determinado de tiempo, sin tener en cuenta las expectativas futuras. Para dicha valoración se parte de los estados financieros, algunos de los métodos utilizados son.⁵

⁵ LÁINEZ GADEA, J.A., Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional, pág.4.

1. **Valor contable del Patrimonio Neto**, se trata del valor de los recursos propios que recoge el balance, puede establecerse como la diferencia del activo total y el pasivo exigible.
2. **Valor contable ajustado del Patrimonio Neto**, pretende solventar la limitación del anterior método, ajustándolo al valor del mercado aproximado. Se trata de ajustar los activos y pasivos a sus valores reales, sumándole el valor de otros activos susceptibles de generar beneficios para la empresa. A este importe, se le debe restar posteriormente aquellos pasivos y obligaciones no reconocidas contablemente que pudiera tener la empresa en un futuro.
3. **Valor de liquidación**, es un método limitado y restringido, pues únicamente se aplica en la compra venta de una empresa, con el fin de su liquidación posterior. Es el valor de una empresa, tras la venta de sus activos y la cancelación de deudas.
4. **Valor sustancial**, se trata de la inversión que debe realizarse para la creación de una empresa en idénticas condiciones de la empresa objeto de valoración.

La ventaja de estos modelos, es que toda la información susceptible de utilizar se encuentra recogida en los estados financieros de la empresa, por lo que son de aplicación relativamente sencilla. Sin embargo, la principal limitación de estos modelos radica en que se trata de una metodología limitada, ya que no tiene en cuenta la continuidad empresarial de la misma, basándose únicamente en datos pasados. Es por ello que estos modelos apenas son utilizados en la práctica. No obstante, hay determinados sectores en los que sí que podrían ser apropiados, estos son aquellos que poseen márgenes estables y cuyo beneficio depende de un activo determinado como puede ser la industria farmacéutica o las empresas agrícolas.

2.2 Modelos dinámicos

A diferencia de los modelos estáticos previamente y brevemente expuestos, los modelos dinámicos son aquellos que sí que tienen en cuenta las expectativas de futuro de la empresa, es decir, se aplican bajo la premisa de continuidad empresarial, basándose en la capacidad de generar rendimientos futuros, así como en una estimación del riesgo asociado a flujos financieros.

Encontramos distintos métodos dentro del modelo dinámico, estos son:

- Modelo de descuento flujos de caja, existen cuatro variantes de estos métodos:
 - o Descuento dividendos

- Descuento de rendimientos anormales
 - Descuento flujos de caja para los accionistas, lo que se denomina el “*equity value*”.
 - Y descuento flujos de caja para los suministradores de financiación, esto es, “*enterprise value*”.
- Modelo de Operaciones Reales

En lo que concierne al modelo de descuentos de flujos de caja, tenemos el método general para el descuento de flujos. Estos consideran que el valor de la empresa viene determinado por el valor actual de la tesorería que una empresa es capaz de generar a lo largo del tiempo.

De conformidad con este método, el valor de mercado de la empresa es igual al valor actual de los flujos de caja que se generarán a futuro en dicha sociedad. Obtenemos a su vez, dos variantes de este método, por un lado “*equity value*” (EqV), y por otro lado “*enterprise value*” (EV).

El *equity value* (EqV),⁶ se obtiene de los flujos de caja libre para los accionistas, es el resultado de restar al flujo de fondos libre el pago de principal e intereses que se realizan en cada periodo a los poseedores de deuda, sumando las aportaciones de la nueva deuda.

Por otro lado, el flujo de caja total, el denominado *enterprise value* (EV), es el resultado de descontar los flujos de caja disponibles tanto para los accionistas como para los proveedores de deuda. La tasa de descuento utilizada es el coste medio ponderado del capital después de impuestos, es decir, se obtiene el valor total de la empresa con inclusión de la deuda financiera.

La principal ventaja de los modelos de descuento de flujos de caja, es que consideran las dos variables más importantes en la valoración de una empresa; la capacidad de generar flujos monetarios y el riesgo asociado a dichos flujos.

2.3 Modelo mixto

Estos últimos parten del modelo estático, aunque se le añade cierto dinamismo pues se basan en la cuantificación de activos intangibles de la empresa. Por lo que el valor de la empresa equivale al valor del activo neto más el fondo de comercio.

⁶ LÁINEZ GADEA, J.A., Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional, pp. 14 y ss.

Conviene definir la figura de Fondo de comercio, entendida como el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que no aparecen reflejados en el balance, pero que aportan una ventaja respecto a otras empresas del sector, por lo que supone un plus de valor extra en la valoración del activo.

El principal inconveniente de este modelo radica en la dificultad del cálculo del fondo de comercio, pues no existe un método unánime para el cálculo.

2.5 Modelo de Múltiplos

Destacar la existencia de un cuarto grupo, objeto también del presente trabajo, el denominado “modelos de múltiplos”, se basan en multiplicar por un múltiplo el valor de una variable de una empresa o de un conjunto de empresas comparables, que asumen la capacidad de creación de valor. En este modelo, la dificultad radica en la elección del múltiplo a través del cual se obtendrá la estimación.

4. MÉTODO DEL PATRIMONIO AJUSTADO O VALORES CONTABLES

1. Objetivos y metodología

Como anteriormente hemos mencionado, el valor contable es el valor de los recursos propios que figuran en el balance (capital y reservas), es decir, se obtiene de la diferencia del activo total y el pasivo exigible. Forma parte de los modelos estáticos, por lo que no toma en consideración las expectativas futuras de la empresa.

Es por ello que surge el valor contable ajustado, el cual salva la aplicación exclusiva de criterios únicamente contables. Consiste en ajustar el activo y el pasivo al valor del mercado, lo cual da lugar a la obtención del patrimonio neto ajustado.

En lo relativo a la metodología del presente método, consiste, en ajustar los activos y pasivos reconocidos en el balance a sus valores reales, así como sumarles el valor de otros activos que no figuran en la partida, pero que gozan de gran significancia para los beneficios de la empresa.

Un ejemplo podría ser el valor de los terrenos que figura en el balance, pues su valor contable no se ajusta a su valor de mercado, ya que el Plan General de Contabilidad indica que deben reflejar su valor por el valor contable sin tener en cuenta las amortizaciones.

Las operaciones que se deberían llevar a cabo en la aplicación del presente método son las siguientes:

Valor contable ajustado de “Adolfo Domínguez”: + Valor ajustado de activos reales + Valor de otros activos no registrados – Valor de reembolso de deudas reales – Valor de reembolso de pasivos y obligaciones no registrados⁷. Sin embargo, la compañía no posee valores cuantificables para la estimación del valor contable ajustado. A pesar de ello, se ha procedido a un análisis de la compañía de acuerdo a su valor como marca, innovación, desarrollo, así como premios obtenidos que permiten realizar una estimación de la valoración de la misma.

2. Valor de la marca y cartera de productos

Tomar en consideración el valor de la marca, es importante pues esta crea valor o capital para la empresa al aumentar el flujo de caja, brinda además una ventaja competitiva al establecer fidelidad de los consumidores a la misma. Para Tauber, Blacket y Lusch y Harvey⁸, la marca es definida como un valor superior o equivalente a la de los activos tangibles de una empresa. Es decir, el estudio o análisis de una marca, no solo responde a cuestiones relacionadas con el Marketing, sino que también obedece a la obtención del valor financiero, pues esta le otorga un valor añadido al activo de la empresa. La dificultad radica por tanto en la estimación del valor de la marca.

Como anteriormente venimos explicando, Adolfo Domínguez, se dedica al diseño, fabricación y comercialización al mayor y al menor de prendas confeccionadas, bolsos y zapatos. Su principal actividad se encuentra bajo el código CNAE 4771 (comercio al por menor de prendas de vestir en establecimientos especializados). En cuanto a valoraciones de empresas pertenecientes al sector en el que opera la compañía, se ha extraído información de un estudio realizado por “Merco”⁹, el cual ha sido avalado en términos metodológicos por KPMG. Se trata de un ranking de los líderes empresariales por sectores, así como un ranking de las empresas pertenecientes al sector textil con mayor reputación. En una lista de doce empresas o grupos empresariales, el Grupo Adolfo Domínguez, se sitúa en el puesto número 11 de 12, compitiendo con empresas del sector de distribución de moda como INDITEX, Mango, Bimba y Lola, Nike, Adidas...

⁷ LÁINEZ GADEA, J.A., Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional, pág.12.

⁸ Universidad de Oviedo. *El valor de la marca: perspectivas de análisis y criterios de selección.* Cuadernos de Gestión Vol. 1. N.º 2 (enero de 2002)

⁹ Monitor empresarial de reputación corporativa (merco), (2022), *Las empresas con mejor reputación corporativa.*

3. Innovación y desarrollo de Adolfo Domínguez

Adolfo Domínguez obtiene un oro en la categoría de redes sociales en los premios LAUS. Dicha campaña denominada “Repite con”, se centraba en invitar a la gente a repetir prendas de Adolfo Domínguez con otras marcas, se trata de una campaña bajo el lema “repite más para necesitar menos”. Adidas, Nike, Chanel, Cos, Prada, Zara o Levi's se mezclaron con diferentes prendas de la marca gallega, con el fin de reforzar la apuesta de Adolfo Domínguez por el territorio de la sostenibilidad¹⁰.

La innovación, la tecnología y la digitalización al servicio del cliente es una de las premisas principales del Grupo Adolfo Domínguez. Este ha sido pionero creando el primer Social Live Shopping¹¹ (SLS) de una marca de moda española, situándose como referente nacional de la presente acción digital. Se trata de una estrategia por la cual las marcas ofrecen transmisiones en vivo en diferentes tipos de plataformas con el fin de mostrar sus productos a sus clientes.

En septiembre de 2021, lanzó el primer SLS a través de un evento en directo bajo un formato digital con el fin de ampliar el alcance de la marca a nuevas audiencias, generando contenido de interés, incrementar ventas a nivel omnicanal y optimizar recursos y costes mediante sinergias. Desde septiembre del 2021, hasta el ejercicio de 2022, se han realizado cuatro eventos, con impacto positivo en la marca.

En 2022, Adolfo Domínguez quiso ir más allá y evolucionar el SLS de manera orgánica, realizando una colaboración con Telefónica, a través de la plataforma Movistar +.

En tercer lugar, Adolfo Domínguez puso en marcha ADN¹², un servicio de estilistas virtual que combina inteligencia artificial con la experiencia de estilistas de la marca. Permite obtener a los clientes un asesoramiento personalizado y una comunicación directa con un estilista personalizado. Con ello la marca, siguiendo con su camino de sostenibilidad apuesta por el consumo responsable y la innovación.

A su vez, destacar “Google my business”, como escaparate de visibilidad de la marca. Siguiendo la línea de expansión internacional y de fomentar su visibilidad de manera

¹⁰ Estado de información no financiera correspondiente al ejercicio finalizado el 28 de febrero de 2023, junto con el informe del prestador de servicios independiente, pág.10.

¹¹ Estado de información no financiera correspondiente al ejercicio finalizado el 28 de febrero de 2023, junto con el informe del prestador de servicios independiente, pág.75.

¹² Estado de información no financiera correspondiente al ejercicio finalizado el 28 de febrero de 2023, junto con el informe del prestador de servicios independiente, pág.75.

internacional, apuestan por la herramienta de Google anteriormente mencionada. El objetivo de la misma es ofrecer información al usuario sobre su presencia en los diferentes mercados en los que opera. Permite al cliente consultar el listado de tiendas a nivel mundial.

4. Capital humano e intelectual de Adolfo Domínguez

La directiva del Grupo Adolfo Domínguez, Adriana Domínguez, ha sido galardonada este año 2022 por la Asociación para el Progreso de la Dirección (APD¹³) como mejor directiva del año. Reconocía su profundo conocimiento de la compañía fundada por sus abuelos y modernizada por su padre, así como la labor para impulsar el buen hacer de los directivos que la gobiernan.

Así mismo, la consultora global de marca *Interbrand* entregó el 10 de marzo de 2022 a la presidenta, Adriana Domínguez, el premio “Lideres por impulsar la sostenibilidad, la diversidad y la inclusión en la industria de la moda”. Se presentó la novena edición del informe bienal que recoge a las 30 marcas españolas más valiosas.

5. Valoración del Patrimonio Neto Ajustado de la Empresa Adolfo Domínguez

Con base en la información anteriormente relatada, no es posible cuantificar el valor de la marca y realizar una valoración de la misma, pues los datos no son numéricos. No obstante, sí podemos concluir que el Grupo AD, apuesta por un modelo sostenible de negocio y una potente innovación, a través de la digitalización constante y la incorporación de plataformas y servicios que otorgan a la compañía un importante y reconocido valor añadido.

5. MÉTODO DEL DESCUENTO DE FLUJOS

1. Objetivos y metodología

Como anteriormente hemos determinado, los métodos basados en el descuento de flujos (cash flows), tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de caja que se generarán en el futuro. Es importante destacar que, para la aplicación de este método, se parte de la premisa de **continuidad empresarial y comportamiento estable en el tiempo**.

¹³ Estado de información no financiera correspondiente al ejercicio finalizado el 28 de febrero de 2023, junto con el informe del prestador de servicios independiente, pág.9.

El presente método se basa en cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los *cash flows* de las distintas operaciones de la empresa.

Dado que radica bajo el principio de continuidad empresarial, supone la estimación de unos valores de la empresa a futuro. Para ello se deben obtener datos históricos de la compañía a partir de sus cuentas anuales y proceder al cálculo de los distintos flujos de caja, y de tal manera realizar unas proyecciones a futuro que permitan obtener el valor de la empresa.

En cuanto a la metodología, en primer lugar, se determina una **tasa de descuento (*k*)** adecuada para cada tipo de flujo de caja. Dicha tasa depende del riesgo, volatilidades históricas e incluso en ocasiones el descuento mínimo es marcado por los interesados.

Según el tipo de flujos descontados y de la tasa de descuento aplicada, se puede calcular o bien el valor total de la empresa, conocido como *enterprise value* (EV) o bien el valor del neto patrimonial, denominado *equity value* (EqV).

La diferencia entre ellos radica en el cálculo de los flujos, si estos son los disponibles únicamente para los accionistas (FCFEq), utilizando como tasa de descuento el coste de los recursos propios (ke), obtenemos el *equity value* (EqV). Por otro lado, si calculamos los flujos disponibles tanto para los accionistas como para los poseedores de deuda (FCF), y la tasa de descuento es el coste medio ponderado del capital, obtenemos el *enterprise value* (EV).

Para proceder al cálculo del método de descuento de flujos en primer lugar, debemos calcular los flujos de caja libres (FCF) para la posterior obtención del *enterprise value*.

Estos son los generados por las operaciones sin tener en cuenta al endeudamiento, se calculan de la siguiente manera:

$$FCF = EBITDA +/ - \text{Inversiones para el mantenimiento del activo} +/ \text{Fondo de Maniobra} - \text{Impuestos} *$$

$$* \text{Impuestos} = (EBITDA - \text{Amortizaciones}) * t$$

Por otro lado, para el cálculo de los flujos de caja para los accionistas (FCEq), se debe restar a los flujos de caja libres, los pagos del principal e intereses después de impuestos, realizados cada periodo a los poseedores de deuda y sumarle los incrementos de nueva

deuda. Son, por tanto, los flujos disponibles para accionistas, tras haber cubierto todas las necesidades de financiación y reinversión.

$$FCEq = FCF - (\text{intereses pagados}^* (1-t) - \text{pagos del principal} + \text{nueva deuda})$$

Como anteriormente hemos mencionado, según el flujo de caja calculado, se aplica una **tasa de descuento** u otra.

En primer lugar, para el cálculo del valor total de la empresa (EV), se debe determinar el coste medio ponderado de deuda y patrimonio neto o coste ponderado de capital (WACC), el cual parte de la siguiente expresión:

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

El EqV, hace referencia a la valor del patrimonio neto y D a la deuda financiera neta, mientras que, k_e es el coste de los recursos propios y k_d el coste de recursos ajenos.

Por otro lado, para obtener le valor neto patrimonial (EqV), la tasa de descuento es el coste de los recursos propios (k_e). Para el cálculo del mismo, se parte de la siguiente expresión,

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Donde R_f es la rentabilidad de activos libres de riesgo; R_m la rentabilidad de mercado y β , la cual mide la correlación entre los mismos. No obstante, posteriormente será explicado detalladamente en el apartado de estimación de la tasa de descuento.

Una vez calculados los flujos y obtenidas las tasas de descuento, se procede al cálculo del valor descontado que a continuación se expondrá y se detallará. A continuación, se procede a la explicación de los datos escogidos para la realización de las proyecciones de los flujos de caja.

2. Horizonte temporal

En cuanto a los datos históricos escogidos para la posterior realización de las proyecciones financieras, inicialmente fueron tomados desde el 2015. No obstante, fue imposible tener en cuenta los datos desde ese año, pues el Grupo Adolfo Domínguez puso en marcha una serie de medidas con el objetivo de mejorar las ventas, rentabilidad y resultados pues estaba sufriendo una desfavorable evolución del ciclo económico y del

ajuste en la estructura del Grupo, lo que llevó al cierre de tiendas no rentables y a la contracción de gastos. Por lo que, tras proceder al cálculo de los flujos libres de caja del 2015 en adelante, no podía realizarse proyección alguna pues las variaciones de un año a otro eran desmesuradas como consecuencia de la reestructuración de todo el grupo empresarial.

Dichas medidas comenzaron a dar resultados en el segundo semestre del ejercicio 2016, y principios del 2017 en ventas de tiendas comparables, es decir, sin tener en cuenta aperturas, cierres y reformas, se incrementaron en un 5%, así mismo el EBITDA mejoró un en 9.1 M€ frente al año pasado como consecuencia del comportamiento de ventas evolución del margen y disminución de gastos operativos.

Pese a ello, durante 2015, 2016 y 2017, el Grupo presentaba un EBITDA y un resultado operativo negativo. No es hasta 2018 cuando con el objetivo de revertir esta tendencia se ponen en marcha una serie de medidas con el objetivo de mejorar ventas, rentabilidad y resultados. Entre ellas destaca la fusión de marcas la cual permitió la concentración de los esfuerzos en capacidad de diseño, producción distribución y venta de una marca única. Así como cierres de tiendas no rentables y la racionalización de distribución. Las medidas surtieron efectos alcanzando finalmente un resultado operativo consolidado de 687 miles de euros, es decir, un incremento de 5.344 miles de euros respecto el ejercicio anterior.

Posteriormente en 2019 se alcanza un EBITDA de 11,3M€, lo que supone un crecimiento de 10,2M€, dejando aparte la aplicación de la nueva norma de arrendamientos NIIF 16, la mejoría se debe a la reducción de gastos operativos. No obstante, destacar que, el impacto de la NIIF 16 en los estados financieros del Grupo es significativo, debido a que los puntos de venta de gestión directa donde opera se ubican principalmente en locales arrendados a los que se ha accedido en régimen de arrendamiento operativo.

Tras el proceso de reestructuración del Grupo y el considerable aumento de las ventas y del resultado bruto de explotación, llega el COVID-19, lo cual supone un duro retroceso para el Grupo AD en todos sus aspectos. Las ventas en 2020, sufren una caída del 42,6% respecto el año anterior y el resultado operativo alcanza los -17M€, es decir, una variación del -160,09%.

Todo ello supuso un decrecimiento del Grupo tras todo el auge que había conseguido con su proceso de reestructuración para obtener más rentabilidad y resultados positivos. A pesar de todo, en el año 2021 el EBIT sigue siendo negativo (-8M€). En cuanto al

EBITDA, se observa un crecimiento respecto el 2020, pero, nada comparable con el 2019, pues se alcanzan los 372.978€, un 105,47% más respecto el año 2020 y un -97,1% respecto al 2019.

Finalmente, en 2022, la evolución de las principales magnitudes financieras del ejercicio 2022 es positiva, pues se produce un aumento de las ventas, junto con un aumento del porcentaje del margen bruto y las eficiencias en los gastos operativos, devuelven a la compañía a una situación de un resultado neto positivo. Las ventas crecen un 24% y el EBITDA alcanza los 13,4 M€.

Por todo ello, inicialmente se creó un horizonte temporal de 5 años. Comencé realizando operaciones desde 2018 en adelante, no obstante, se observó que no había un patrón constante en la evolución de los resultados de la compañía, por lo que se procedió a profundizar y a realizar un estudio desde 2015. Tras el análisis y lectura de sus cuentas anuales, observé que la inexistencia del patrón o comportamiento constante era consecuencia de un proceso de reestructuración de la compañía con el objetivo de ganar rentabilidad y era por eso, por lo que cada año las variaciones eran desmesuradas. Cuando en 2019, parecía que la empresa alcanzaba un ritmo constante, con un aumento de ventas y de resultados, llega la pandemia, arrastrando nuevamente al Grupo a resultados negativos. A partir de 2021, comienza a estabilizarse y finalmente es en 2022, cuando parece volver al crecimiento y al patrón que la empresa tenía en 2019 tras el proceso de reestructuración.

Es decir, Adolfo Domínguez se percató de que había algo que no estaban haciendo bien, por lo que decidieron reestructurar el Grupo con el fin de obtener una mayor rentabilidad, cuando parecía que todo se encauzaba apareció la pandemia retomando los números negativos.

Al realizar las variaciones en el horizonte temporal, salían cifras desmesuradas, por lo que tras llevar a cabo un análisis exhaustivo de la situación de la compañía he decidido realizar los cálculos basándome únicamente en el año 2022, teniendo en cuenta en algunas variables los datos del 2019 y 2021.

3. Proyecciones financieras y establecimiento de escenarios

Tal y como venimos exponiendo durante el trabajo, el método de descuento de flujos de caja es un modelo dinámico lo que supone que parte del funcionamiento normal de la empresa y su continuidad en el futuro, basándose en la capacidad de generar rendimientos

en el futuro. Es por ello, que resulta necesario fijar una serie de proyecciones, las cuales nos permitirán llevar a cabo un análisis de la sensibilidad a determinadas hipótesis, así como el efecto que estas tendrían en los flujos de caja futuros.

Como anteriormente he mencionado, el horizonte temporal escogido para la posterior realización de las proyecciones financieras es únicamente el año 2022, teniendo en cuenta alguna de las variables del 2019 y 2021 respectivamente.

No obstante, para la explicación de las mismas resulta conveniente recalcar la diferencia entre flujos libres de caja (EV) y los flujos de caja (EqV).

En cuanto a los flujos libres de caja para la obtención del *enterprise value*, como previamente hemos expuesto, parte de las ventas, del EBITDA, las inversiones para el mantenimiento del activo y el Fondo de maniobra.

En lo relativo a las **ventas**, observamos en la presente tabla como la variación del 2022 respecto al 2019 es del -0,61%. Sin embargo, analizando la variación del 2022 respecto al 2021, esta es del 24%. Por lo que realizando una media de la variación del 2022 respecto 2019 y 2021, se obtiene una variación del 11%, que para el presente análisis parece más razonable a efectos de cálculo.

Tabla 1. Ventas Grupo AD 2019 Y 2022

Ventas	2019	2022	Variación 2019-2022
	114.876.180,00 €	114.170.631,00 €	-0,62%
	2021	2022	Variación 2021-2022
	92.065.277,00 €	114.170.631,00 €	24,01%
Media de la variación			11,70%

Fuente: Elaboración propia

Respecto a proyección del **EBIT**, en el 2019 alcanzaba 951.906€, mientras que en el 2022 alcanzaba los 2.960.302€. Si bien es cierto que se trata de una variación del 210%, ello es debido a que en el 2019 apenas se empezaban a observar los resultados de la reestructuración del Grupo, manteniendo todavía un EBIT un tanto anómalo. Sin embargo, el crecimiento del EBIT es evidente en vistas a años futuros, pues la compañía está en auge tras todos los acontecimientos pasados. Por lo que las proyecciones a realizar relativas al EBIT van a ser únicamente teniendo en cuenta el año 2022.

Tabla 2. EBIT AD 2019 y 2022

EBIT	2019	2022	Variación
	951.906,00 €	2.960.302,00 €	210,99%

Fuente: Elaboración propia

En lo que respecta al **EBITDA** se pasa de 11M€ en el 2019, a 13M€ en 2022, es decir, un incremento del 17%.

Tabla 3. EBITDA Grupo AD 2019 y 2022.

	2019	2022	Variación
EBITDA	11.342.497,00 €	13.362.303,00 €	17,81%

Fuente: Elaboración propia

Sin embargo, teniendo en cuenta el epígrafe de “otros ingresos excepcionales” que forman parte del EBITDA, son ingresos por cesión de marca, derivados principalmente de las ventas de productos de perfumería realizadas por Antonio Puig, S.AU, accionista de la Sociedad Dominante, bajo la denominación comercial “ADOLFO DOMINGUEZ”, en virtud de un contrato de cesión de uso de la marca firmado el 31 de marzo de 2009 con vencimiento el 31 de diciembre de 2023. También forman parte los ingresos por servicios diversos que incluye, entre otros, el importe recuperado de las entidades aseguradoras motivado por un ataque informático de que la Sociedad Dominante sufrió durante el primer semestre del ejercicio de 2021. Y finalmente, las subvenciones por explotación. En 2022, se alcanzó una cifra de “otros ingresos de explotación de 3.573.409€.

En 2019, dentro del epígrafe de “otros ingresos de explotación”, principalmente el más significativo fueron los ingresos por cesión de marca derivados del contrato de cesión de uso de marca anteriormente mencionado. De manera que, los ingresos por cesión de marca, junto con las subvenciones de explotación e ingresos por servicios directos, supusieron unos ingresos de 1.466.893€.

Por ello, si detraemos del EBITDA estos ingresos de explotación, en 2022, el EBITDA se situaría en 9.788.894€, mientras que en 2019 en 9.875.604€, lo que supondría una variación del EBITDA del -0,8858% en el año 2022 respecto 2019.

Sin embargo, dado las previsiones que la compañía tiene, tras el proceso de restructuración y de haber superado la pandemia, dicha variación no es significativa, pues se pretende que con los años la empresa siga creciendo. Por ello, no vamos a tener en

cuenta dichas variaciones del 2022-2019, y el presente análisis se va a basar únicamente en los resultados obtenidos en el año 2022.

En lo relativo al **impuesto de sociedades**, procediendo al cálculo del impuesto efectivo aplicado se obtienen resultados poco razonables ya que sale un impuesto efectivo en el año 2022 del 87%. Remitiéndonos a la nota 14 de las Cuentas Anuales de la compañía, se establece que la Sociedad tributa por el Impuesto sobre Sociedades en el régimen general con un tipo de gravamen del 25%, por lo que este es el gravamen que se va a utilizar en el presente análisis.

En lo relativo al **CAPEX¹⁴**, tal y como establece el informe de información no financiera de 2022, el indicador se obtiene como la proporción de activos fijos invertidos en actividades económicas elegibles (numerador) respecto al total de activos que han sido adquiridos en el ejercicio del año 2022 (denominador).

Dentro del Plan de la Unión Europea para favorecer la transición hacia una economía baja en carbono, el Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea han establecido el Reglamento UE 202/852 o Reglamento de Taxonomía como marco para facilitar las inversiones sostenibles. En él, concretamente en su artículo 8 establece el requerimiento de divulgar la manera y la medida en que las actividades de la empresa se asocian a actividades económicas medioambientales sostenibles, así como la proporción que estas actividades medioambientales sostenibles suponen respecto al volumen de negocios (facturación), las inversiones en activos fijos (CAPEX) y los gastos operativos (OPEX).

La actividad principal del Grupo se basa en el diseño y comercialización al mayor y al por menor de prendas confeccionadas, bolsos y zapatos, lo cual no se identifica como una actividad elegible dentro de las actividades enunciadas en los Reglamentos Delegados 2021/2139 y 2022/1214. No obstante, se identificaron tres actividades elegibles:

- Renovación de edificios existentes
- Instalaciones, mantenimiento y reparación de equipos de eficiencia energética
- Instalación, mantenimiento y reparación de instrumentos y dispositivos para medir y regular la eficiencia energética de los edificios.

¹⁴ Estado de información no financiera correspondiente al ejercicio finalizado el 28 de febrero de 2023, junto con el informe del prestador de servicios independiente, pp. 64 y ss.

- Es decir, el CAPEX que Adolfo Domínguez calcula es en base a dichas actividades elegibles.

Tal y como establece en el informe, dado el nivel reducido de las cuantías de CAPEX elegible, el Grupo no ha planteado de modo formal un plan de CAPEX, en los términos establecidos en el apartado 1.1.2.2 del Reglamento Delegado 2021/2178.

Remitiéndonos por tanto al Anexo del informe de información no financiera, el CAPEX de las actividades elegibles es 795.000€, mientras que el CAPEX total son 19 M€.

El presente indicador se introduce en la fórmula del flujo de caja para el cálculo del Enterprise value como un valor negativo, pues es considerado un desembolso de efectivo, sin embargo, aunque a corto plazo se trate de una reducción de los flujos de caja, las inversiones llevadas a cabo son necesarias para el funcionamiento y crecimiento de la empresa a largo plazo.

Finalmente, en lo relativo **al fondo de maniobra**, esto es, la variación que sufre el Grupo respecto la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante en esos años, es mayor en 2022. Para las variaciones del mismo, me he basado en la cifra de 2022. Puesto que, tras el proceso de reestructuración, el COVID y las inversiones que el Grupo ha realizado, no era coherente establecer proyección del mismo en base al histórico de otros años. En la presente tabla observamos la variación del fondo de maniobra del 2019 y 2021 respecto el año 2022. *Tabla 4. Fondo de maniobra Grupo AD 2019,2021 y 2022 y su variación.*

	2019	2021	2022	2019-2022	2021-2022
FM	20.688.519,00 €	6.746.702,00 €	- 1.946.810,00 €	-22.635.329,00 €	-8.693.512,00 €

Fuente: Elaboración propia

En lo que respecta al activo corriente de la sociedad y al riesgo de crédito tal y como se especifica en la Nota 11 de la Memoria, constituyen el activo corriente los clientes por ventas y prestación de servicios, en el que se incluyen los saldos a cobrar por las ventas realizadas a terceros por el grupo que, con carácter general no devengan tipo de interés alguno y su cobro varía entre el contado y los 120 días. Sin embargo, durante el ejercicio 2022, el periodo medio de cobro a clientes ha sido de 30 días por lo que el valor razonable no difiere de su valor contable. La cartera de clientes posee una concentración significativa de riesgo de crédito, dado que los principales clientes suponen el 77% del saldo del ejercicio de 2022. Sin embargo, la mayoría de saldos corresponden a grandes

superficies y/o se encuentran garantizados. No obstante, el grupo posee un seguro de crédito comercial por las operaciones realizadas con algunos deudores, por lo que no hay problema para la obtención posterior de dichos saldos.

El Pasivo Corriente se encuentra formado por las deudas con entidades de crédito y otros pasivos financieros. Resulta necesario destacar, en virtud de la Nota 13 de la Memoria que dentro del programa de ayudas estatales por el COVID-19, la Sociedad Dominante, firmó durante el ejercicio 2020, contratos con instituciones financieras por importe de 15,5 millones de euros avalados en un 70% por el Instituto de Crédito Oficial (ICO), con un año de carencia y cinco de amortización. El préstamo figura recogido al cierre del 2022 dentro de los epígrafes “Deudas con entidades de crédito” del pasivo no corriente por 8.624 millones y “Deudas con entidades de crédito” del pasivo corriente por importe de 3.797 millones, Destacar que con fecha 6 mayo de 2021 se concedió ampliación del periodo de carencia. A ello, añadir que el Grupo, mantienen líneas de comercio exterior por importe de 16,9 millones de euros. Se incluye en la memoria el detalle de deudas con entidades de crédito por plazos remanentes de vencimiento con fecha 28 de febrero de 2023:

Tabla 5: Deudas con entidades de crédito por plazos remanentes de vencimiento

Ejercicio	Euros
2023	9.442.492
2024	3.910.564
2025	4.028.487
2026	685.884

Fuente: elaboración propia

Es decir, observamos como el pasivo corriente va a ir disminuyendo como consecuencia de los remanentes de deudas pendientes de pago.

El Fondo de Maniobra al cierre del ejercicio 2022 es negativo en 1.946.810 millones de euros consecuencia de las inversiones del ejercicio aproximadamente de 6 millones de euros. A pesar de ello, el Consejo de Administración entiende que el Grupo encuentra disponibilidad para hacer frente al mismo en base al incremento de la cifra de negocios, tendencia positiva en el crecimiento del EBITDA y la flexibilidad del modelo basado en la omnicalidad. Se entiende, por tanto, que el Grupo va a ir teniendo en los años sucesivos un Fondo de Maniobra positivo, debido al incremento de ventas y consecuentemente

incremento de efectivo y caja unido una disminución de las deudas con entidades de crédito.

Tabla 6. Fondo de maniobra Grupo AD 2022.

	AC	PC	FM
FM	44.735.813,00 €	46.682.623,00 €	- 1.946.810,00 €

Fuente: Elaboración propia

Como conclusión del análisis desarrollado, para la realización de las proyecciones de los **flujos libre de caja**, han sido tenidos en cuenta los siguientes parámetros: Ventas, EBITDA, amortizaciones, impuesto de sociedades y fondo de maniobra del año 2022

.En segundo lugar, para el cálculo de **los flujos de caja libres para el accionista (EqV)**, partimos del flujo libre de caja, al cual le restamos el pago de intereses, pago del principal y la nueva deuda.

Para establecer las proyecciones utilizamos principalmente el año 2022, ello se debe a que la compañía, como anteriormente hemos mencionado, se ha endeudado considerablemente tras el COVID-19, como consecuencia de los préstamos ICO. Dentro del programa de ayuda estatales por el COVID-19, la Sociedad Dominante firmó, durante el ejercicio 2020, contratos con instituciones financieras por importe de 15,5 millones de euros avalados en un 70% por el Instituto de Crédito Oficial, con un año de carencia y cinco años de amortización. El préstamo figura recogido, al cierre del ejercicio 2022, dentro de los epígrafes “Deudas con entidades de crédito” del pasivo no corriente y “Deudas con entidades de crédito” del pasivo corriente por importe de 8.624 miles de euros y 3.797 miles de euros respectivamente. El Real Decreto Ley, 34/2020 de 17 de noviembre aprobó la prolongación del plazo de amortización, así como la carencia de los préstamos con aval ICO. Con fecha 06 de mayo de 2021 se concedió la ampliación del periodo de carencia, recogida en el mismo.

En la memoria consolidada de Adolfo Domínguez, se recogen los remanentes del crédito que quedan de pagar, por un importe total de 18 millones de euros. Para la realización de las proyecciones.

Por lo que, en cuanto al pago del principal, como hemos observado en la *Tabla 5*, va a disminuir con el paso de los años en virtud del saldo remanente de las deudas con entidades de crédito. Además, tal y como figura en la Nota 13, el Grupo ha atendido al

pago de todos los importes de su deuda financiera. El tipo medio del pago de intereses de las deudas con entidades de crédito, es del 3%. Por lo que, dado que el principal va a ir disminuyendo con los años, los intereses también.

En la presente tabla observamos los gastos financieros devengados en el año 2019 y 2022 con su respectiva variación, por lo que, de nuevo, dado que los resultados son desproporcionados, el análisis se basará únicamente teniendo en cuenta los datos del año 2022.

Tabla 7. Gastos financieros del Grupo AD 2019 y 2022

	2019	2022	Variación
Gastos financieros	187.637,00 €	1.527.447,00 €	714%

Fuente: Elaboración propia

Finalmente destacar que, en la memoria de las cuentas consolidadas de Adolfo Domínguez, las estimaciones previstas para 2023 y adelante por parte del Grupo AD son las siguientes:

- Continuar con el crecimiento progresivo en la línea de ventas.
- Se continuará trabajando en ofrecer al cliente una experiencia de compra omnicanal y en el desarrollo de las líneas de optimización y mejora de procesos ya iniciadas en ejercicios anteriores y que contribuirían a la mejora del EBITDA. Entre las actuaciones que se planifica llevar a cabo en el ejercicio 2023, se encuentran las siguientes:
 - Optimización en la gestión de aprovisionamientos y de la cadena de suministro.
 - Expansión en nuevos mercados de la mano de socios especialistas en *retail*.
 - Consolidar el rejuvenecimiento de la marca con inversión en marketing y comunicación, potenciando nuestra presencia en redes sociales y promoviendo la difusión en canales digitales (social live shopping)
 - Continuar con las inversiones y mejoras en el proceso de digitalización del grupo.

A partir de lo explicado previamente, he realizado proyecciones desde 2023 hasta 2027, en base a las variaciones y resultados obtenidos con la realización de tres escenarios diferentes que a continuación serán explicados.

3.2. Escenario neutro

En primer lugar, se ha proyectado un escenario neutro del que partir.

Tabla 8. Proyecciones financieras escenario neutro Grupo AD.

Escenario neutro	
Ventas	5%
EBITDA	10%
EBIT	8%
CAPEX	0,5%
Variación fondo de maniobra	1%
Gastos financieros	1%

Fuente: Elaboración propia

En este escenario neutro, todos los incrementos de las variables positivas para la compañía incrementarían relativamente como consecuencia de un aumento de las ventas y disminución de gastos operativos para la compañía.

Las ventas soportarían un incremento interanual del 5%, es decir, la compañía seguiría aumentando sus ventas como consecuencia de todos los cambios llevados a cabo, pero esta lo haría en menor medida que en el escenario optimista que posteriormente será desarrollado. Si bien es cierto que en las variaciones obtenidas en el horizonte temporal se había obtenido una disminución del -0,61%, no he tomado en cuenta esa cifra, puesto que las ventas del 2019 partían del proceso de reestructuración. Tras el 2022 se prevé un constante aumento de las ventas como consecuencia de la superación de la pandemia y de la reestructuración de la compañía acompañada del cierre de las tiendas no rentables. Tras un análisis exhaustivo en la memoria, las ventas de Adolfo Domínguez en tiendas comparables han ido aumentando con los años, por lo que la previsión para el futuro es que estas aumenten paulatinamente, es por ello, que la variación prevista es de un % interanual

Por su parte el resultado de explotación también aumentaría en un 8%. Consecuentemente el EBITDA aumentaría en un 10%, como consecuencia de un aumento de las amortizaciones, y del incremento del EBIT anteriormente descrito.

El CAPEX aumentará relativamente en un 0,5% anual, el aumento es ínfimo, sin embargo, es suficiente con los inmovilizados e inversiones que este ya posee para hacer frente al crecimiento estimado.

En cuanto a la variación del capital circulante, aumentaría relativamente poco, es decir en un 1% interanual, la previsión seguiría siendo positiva, pues al final se alcanzaría un Fondo de maniobra positivo, de manera que los activos circulantes sean mayores que el pasivo, no obstante, el tiempo requerido para conseguirlo sería mayor, ya que el aumento de las ventas es menor interanualmente.

Por otro lado, el pago de intereses y del principal en este escenario neutro, será mayor que en el escenario optimista que posteriormente será detallado, teniendo en cuenta que puede aumentar el pago de gastos financieros de la compañía, por necesidad de financiación ajena para cubrir sus necesidades operativas. En último lugar, la existencia de nueva deuda, una vez habiendo calculado los flujos libres de caja, y restándole los intereses y el pago del principal, sería los flujos de caja disponibles que le quedarían a los accionistas, por lo que la previsión del incremento de la deuda sería menor. Es por ello que la previsión del aumento de gastos financieros, será únicamente del 1%.

3.1. Escenario optimista

En segundo lugar, nos encontramos ante un escenario optimista, de manera que si se cumplieran dichas estimaciones posicionaría al Grupo en una situación muy favorable.

Tabla 9. Proyecciones financieras escenario optimista Grupo AD.

Escenario optimista	
Ventas	7%
EBITDA	13%
EBIT	11%
CAPEX	1,2%
Variación fondo de maniobra	2%
Gastos financieros	0,50%

Fuente: Elaboración propia

Se ha aplicado un aumento de ventas interanual del 7%, relativamente superior que el escenario neutro de partida, debido a una situación más positiva como proyección..

En segundo lugar, el EBIT, esto es el resultado operativo llevará aparejado un aumento del 11%, ello es debido al aumento de las ventas mencionado anteriormente y a una disminución de los gastos operativos pues es uno de los objetivos de la compañía.

Por su parte el EBITDA, es decir, el resultado de sumarle al EBIT las amortizaciones y deterioros, va a ir acompañado de un aumento interanual del 13%, consecuencia del aumento de las amortizaciones y disminución de deterioros.

En este caso, en lo relativo al CAPEX, dado que el crecimiento esperado es mayor, el CAPEX aumentará en mayor medida que en el escenario neutro en un 1,2%.

En cuanto al fondo de maniobra, esto es, la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante, va a aumentar cada año, como consecuencia de una mayor rentabilidad y ventas, lo cual provocará un aumento en el activo circulante de la compañía, por lo que se obtendrá una variación del 2% anual.

Respecto a los gastos financieros por la compañía, estos aumentarían simplemente en un 0,5%, como consecuencia de una mejor situación financiera y la posibilidad de que con todos los recursos propios se cubran la mayoría de necesidades financieras.

Con todas estas previsiones la compañía se posicionaría a lo largo de los años con una posición buena, pues Adolfo Domínguez venía de atravesar una mala época como consecuencia de gestiones inefficientes y tras haber sufrido los daños de la pandemia se encontraba en escenarios negativos.

3.3. Escenario pesimista

Finalmente, un escenario pesimista, se trataría de la peor de las proyecciones que podría soportar el Grupo. Podría tratarse de un escenario en el que todas las modificaciones que la compañía realizó en su proceso de reestructuración no surtieran efecto, así como un desfase en el modelo de negocio comparado con las empresas del sector. Dichas proyecciones situarían al Grupo en una situación muy desfavorable.

Tabla 10. Proyecciones financieras escenario pesimista Grupo AD.

Escenario pesimista	
Ventas	-1,0%
EBITDA	-,00%
EBIT	-1%
CAPEX	-0,5%
Variación fondo de maniobra	-2%

Gastos financieros	2%
--------------------	----

Fuente: Elaboración propia

Como podemos observar este escenario situaría al Grupo Adolfo Domínguez en el peor de los casos, pues las proyecciones serían muy perjudiciales para el mismo. Sufriría una disminución de las ventas interanual, de manera que cada año la compañía se encontraría en peor situación y consecuentemente acompañado de una disminución del EBITDA y del EBIT.

El CAPEX, dado el bajo crecimiento del Grupo, no será necesario realizar inversiones para el sostener el crecimiento de la empresa y el ritmo de producción, por lo que disminuirá.

A su vez, el pago de intereses y del principal se incrementaría, consecuentemente a una subida de los tipos de interés debido a la inflación, disminuyendo de tal forma los flujos de caja para los accionistas.

4. Estimación de las tasas de descuento

La tasa de descuento para descontar los flujos de caja libres para el accionista (*equity value, FCEq*), es el **coste de los recursos propios** (k_e), o lo que es lo mismo, la rentabilidad exigida por los accionistas de la empresa.

El coste de los recursos propios se define como la rentabilidad exigida por los accionistas de la compañía a los recursos invertidos en ella.

Existen distintos métodos alternativos para su aplicación

1. Coste de recursos propios implícito en el modelo de descuento de dividendos.

$$k_e = \frac{D_1}{EqV} + g$$

2. El *capital asset pricing model* (CAPM), el cual estima k_e en función del tipo de interés de un activo libre de riesgo (R_f) y de la correlación entre la rentabilidad del mercado (R_m) y la del título valorado medido por B .

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

3. Un tercer modelo formado por CAPM, el tamaño de la empresa y la ratio valor contable de mercado.

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + \alpha Z + \gamma B/M$$

No obstante, el modelo que vamos a utilizar es el segundo, al que se le añade el coeficiente alfa.

Por tanto, el actual coste de recursos propios que va a servir como tasa de descuento para el cálculo de FCEq, queda formado por:

- Tasa libre de riesgo (R_f): aquel activo en el que no se producirá diferencia alguna entre el rendimiento esperado y el realmente obtenido.
 - Ausencia de riesgo de insolvencia del emisor de dicho activo
 - Ausencia de incertidumbre en relación con los flujos esperados del activo.
- Prima de riesgo del mercado, es la diferencia entre la tasa de retorno esperado en una cartera diversificada y la tasa libre de riesgo. Es calculada a través de un análisis técnico de datos históricos de precios o bien a partir de las expectativas de rendimiento de los mercados a través del análisis fundamental.
- Riesgo sistemático (β), supone la sensibilidad de la rentabilidad de una acción respecto a los movimientos del mercado. Es decir, representa aquel riesgo que no se puede eliminar con una diversificación de la cartera puesto que depende de la economía y afecta generalmente a las empresas por igual.
- Riesgo específico (α), se trata del factor adicional añadido, consiste en añadir un factor específico atendiendo a las circunstancias propias de la empresa, como el tamaño, cuotas de mercado, innovación tecnológica etc...

Para el cálculo del coste de recursos propios de Adolfo Domínguez (k_e), hemos escogido los siguientes valores:

- La tasa libre de riesgo (R_f) del 3,24%, como consecuencia de la rentabilidad exigida para los bonos de España a 10 años¹⁵.
- En cuanto a la rentabilidad del mercado (R_m), he escogido el valor del 8%, tras el informe de mercado del BME (Bancos y Mercados Españoles).¹⁶

¹⁵ Bono español a 10 años. *Expansión. Datos macro* URL. <https://datosmacro.expansion.com/bono/espana>

¹⁶ Bolsas y Mercados Españoles. Informe anual de mercado (2023). Madrid. URL. <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2023/esp/Informe-Mercado-BME-2023.pdf>

- Consecuentemente la prima de mercado obtenida, es del 4,76%, resultado de restar la tasa libre de riesgo (Rf) a la rentabilidad libre de mercado (Rm).
- La β desapalancada ha sido extraída de los datos proporcionados del informe de Damodaran, otorgándole un valor de 1,19.¹⁷
- El α utilizada en este caso es de un 1%.

Con todo ello, se ha obtenido el coste de recursos propios (k_e) del 9,809%.

Tabla 11. Cálculo del coste de recursos propios Grupo AD.

Coste recursos propios (ke)	9,809%
Rf	3,24%
Rm	8,00%
β	1,19%
Prima	4,76%
α	1,00%

Fuente: Elaboración propia

En el caso de determinar el valor total de la empresa, esto es el ***enterprise value***, la tasa de descuento apropiada para descontar los flujos de capital (FCF) es el coste medio ponderado de deuda y patrimonio neto o coste medio ponderado de capital o ***Weighted Average Cost of Capital (WACC)***.

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

Donde, Eqv y D es el valor del patrimonio del grupo y la deuda financiera neta.

- El valor del patrimonio es 45.452.929€, calculada a partir de las acciones de la compañía y de su precio actual en el mercado: 9.276.108 acciones * 4,90€.
- La deuda financiera neta 8.105.652€

En cuanto al coste de los recursos propios, nos remitimos a lo explicado anteriormente. Añade a su vez, el **coste de los recursos ajenos neto de impuestos** (kd), definido como la rentabilidad exigida por los proveedores de recursos ajenos a la sociedad. Se calcula como el tipo de interés de la deuda después de impuestos.

¹⁷ Damodaran, A. (2003) Beta, Unlevered Beta and other risk measures. URL: <http://www.damodaran.com>

$$Kd = (Rf + Dif) * (1 - t)$$

K_i es el tipo de interés de referencia del mercado, en este caso 3,24%.

- Dif es la prima de riesgo de la compañía, es decir 1%.
- t : el tipo impositivo efectivo, un 20%.

De tal manera, el coste de recursos ajenos neto de impuestos de la compañía es 4,04%.

Por lo que aplicando la fórmula del *Weighted Average Cost of Capital*, obtenemos un 8,8138%.

Tabla 12. *Cálculo WACC Grupo AD.*

WACC	8,%
Capitalización	45.452.929,20 €
Deuda financiera	8.105.652,00 €
Ke	9,809%
Coste deuda (kd)	4,04%
Tipo impositivo	25%

Fuente: Elaboración propia

Una vez obtenemos ya el coste de los recursos propios y el WACC, procedemos a actualizar los flujos libres de caja aplicando el WACC, y los flujos de caja libres para el accionista aplicando el coste de los recursos propios.

5. Valor terminal o residual

Posteriormente procedemos al cálculo del Valor Residual, para ello se supone una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos de caja a partir de ese periodo y obtenemos el valor residual en el año n aplicando la fórmula de descuento de flujos con crecimiento constante.

La fórmula aplicada para el cálculo del Valor Residual es el $FCF_{2027} * (1+g)/(k-g)$.

Donde g , es la tasa de crecimiento constante, en este caso ha sido escogido un 1%, menor al crecimiento de la inflación, y posteriormente la k utilizada ha sido el coste de los recursos propios, esto es, un 9,81%.

6. Valor de la empresa (enterprise value)

En primer lugar, para proceder al cálculo del Enterprise Value (EV), esto es, el valor total de la empresa, partimos de la siguiente expresión:

FCF: EBITDA +/- Inversiones para el mantenimiento del activo (CAPEX) +/- Variación Capital Circulante – Impuestos

$$\text{Impuestos: } (\text{EBITDA} - \text{Amortizaciones}) * t$$

Es decir, para proceder al cálculo del EV, como anteriormente hemos mencionado, debemos obtener los flujos de caja libres tanto para los accionistas, como para los proveedores de deuda, partiendo de la expresión anterior.

Para ello, se han distinguido, tres escenarios diferentes, uno optimista, uno neutro y finalmente uno pesimista, que colocarían a la compañía en tres situaciones diferentes.

6.1. Escenario neutro

En el escenario neutro, aplicando las previsiones que hemos desarrollado anteriormente para este escenario.

Tabla 13. *Cálculo FCF actualizados y Enterprise Value, escenario neutro.*

	FCF	FCF actualizado
2022	1.273.290,75 €	1.170.519,17 €
2023e	2.417.629,64 €	2.043.109,59 €
2024e	3.666.033,05 €	2.848.060,51 €
2025e	5.028.910,23 €	3.591.514,84 €
2026e	6.517.702,83 €	4.279.068,93 €
2027e	8.144.987,51 €	4.915.821,40 €
VR		63.817.218,66 €
Valor Activo		82.665.313,10 €
Activos no afectos		4.728.615,00 €
Enterprise Value		77.936.698,10 €

Fuente: Elaboración propia

Para el cálculo, primero hemos realizado las proyecciones estimadas para el escenario optimista, y así obtener los FCF de cada año. En segundo lugar, calculamos el FCF actualizado, aplicando la tasa de descuento WACC, para obtener el FCF actualizado. En tercer lugar, calculamos el valor actual del VR, con su respectiva tasa de crecimiento.

Seguidamente, se procede a la suma de los valores actuales de los FCF desde el 2023 hasta el 2027 y del valor actual del VR, dando lugar al importe de 82.665.313,10 €. Posteriormente y, en último lugar, se detraen del Valor Activo, todos aquellos activos no afectos a la explotación que figuran en la memoria consolidada del Grupo.

Con unas previsiones basadas en un escenario neutro el valor total de la compañía AD, posee un valor de 77.936.698,10 €. Dicho resultado se obtiene de la suma de los FCF actualizados durante los años que figuran en la tabla y el valor residual, que da lugar al valor previo total de la empresa por un importe de 82.665.313,10€. A dicho resultado se le han restado los activos no afectos a la actividad de explotación por un importe de 4.728.615€.

6.2. Escenario optimista

Para el escenario optimista, hemos utilizado las proyecciones mencionadas previamente en su correspondiente apartado. El horizonte temporal han sido cinco años, esto es, desde el año 2023 hasta el año 2027.

El procedimiento es el mismo que se ha redactado en el apartado anterior. Posteriormente, se procede a la suma de los valores actuales de los FCF desde el 2023 hasta el 2027 y del valor actual del VR, dando lugar al importe de 110.333.020,76 Posteriormente y, en último lugar, se detraen del Valor Activo, todos aquellos activos no afectos a la explotación que figuran en la memoria consolidada del Grupo.

Tabla 14. Cálculo FCF actualizados y Enterprise Value, escenario optimista.

	FCF	FCF actualizado
2022	1.273.290,75 €	1.159.539,89 €
2023e	2.823.443,84 €	2.386.058,26 €
2024e	4.548.362,12 €	3.533.522,58 €
2025e	6.471.117,14 €	4.621.500,92 €
2026e	8.617.749,67 €	5.657.813,17 €
2027e	11.017.653,82 €	6.649.588,88 €
VR		86.324.997,06 €
Valor Activo		110.333.020,76 €
Activos no afectos		4.728.615,00 €
Enterprise Value		105.604.405,76 €

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, tras la realización de todos los cálculos mencionados, obtenemos en el escenario optimista un valor total de la empresa de 105.604.405,76

6.3. Escenario pesimista

Finalmente, en tercer lugar, tenemos un escenario pesimista, en el que, en el peor de los casos, dada la situación actual de la compañía y en el caso de que se cumplieran las

previsiones de estimadas para este escenario situaría a la compañía en una situación desfavorable.

Tabla 15. *Cálculo FCF y Enterprise Value, escenario pesimista.*

	FCF	FCF actualizado
2022	1.669.828,15 €	1.170.519,17 €
2023e	1.143.083,42 €	966.005,98 €
2024e	1.018.472,37 €	791.228,80 €
2025e	899.255,92 €	642.224,82 €
2026e	785.239,13 €	515.533,23 €
2027e	676.233,57 €	408.133,65 €
VR		5.298.393,10 €
Valor Activo		9.792.038,74 €
Activos no afectos		4.728.615,00 €
Enterprise Value		5.063.423,74 €

Fuente: Elaboración propia

En un escenario pesimista, dándose las peores de las situaciones, el Grupo AD estaría valorado en 5.063.423,74€, siendo este un resultado bastante desfavorable para la compañía.

7. Valor del patrimonio o de las acciones de la empresa (Equity Value)

Una vez obtenido el Valor Total de la empresa (*enterprise value*) a partir de los flujos de caja libres (FCF), procedemos al cálculo de los Flujos Disponibles para los accionistas (FCFEq), a partir de la siguiente expresión:

$$FCFEq = FCF - Intereses pagados - Pago del principal + Nueva Deuda,$$

De esta manera obtenemos los flujos de caja libres para los accionistas, una vez de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos, y en capital circulante y de haber abonado los gastos financieros y devuelto el principal de la deuda en su caso.

En este caso la tasa de descuento para la actualización de los flujos de caja para los accionistas será la rentabilidad exigida por los mismos o el coste de recursos propios (*ke*).

7.1. Escenario neutro

Aplicamos las previsiones del escenario neutro, y el coste de los recursos propios, 9,81%, los flujos de caja libres para el accionista son los siguientes:

Tabla 16. Cálculo FCFEq actualizado y Equity Value escenario neutro.

	FCFEq	FCFEq actualizado
2022	1.655.152,50 €	1.507.287,59 €
2023e	2.803.310,00 €	2.324.809,35 €
2024e	4.055.570,22 €	3.062.853,69 €
2025e	5.422.342,78 €	3.729.232,00 €
2026e	6.915.069,69 €	4.330.989,23 €
2027e	8.546.328,04 €	4.874.479,07 €
VR		55.882.223,12 €
Valor Activo		75.711.874,04 €
Activos no afectos		4.728.615,00 €
Reembolso DF		8.105.652,00 €
Equity Value		72.334.837,04 €

Fuente: Elaboración propia

Para la obtención del EqV, hemos sumado todos los flujos de caja descontados al Valor Residual, a ello, le restamos el valor del pasivo, y finalmente obtenemos el Equity Value, esto es, el valor disponible para los accionistas, siendo el mismo de 72.334.837,04 €€

El precio objetivo de la acción se situaría en 7,80€ siendo superior al precio actual de las acciones, por lo que la compañía se situaría en una buena situación igualmente.

7.2. Escenario optimista

A partir de los flujos de caja libres en el escenario optimista, aplicamos la fórmula de los FCFEq, para obtener los flujos de caja para los accionistas. Posteriormente aplicamos la tasa de descuento del coste de recursos propios en este caso un 9,81% y obtenemos los flujos de caja disponibles descontados:

Tabla 17. Cálculo FCFEq actualizado y Equity Value escenario optimista.

	FCFEq	FCFEq actualizado
2022	1.655.152,50 €	1.507.287,59 €
2023e	3.098.077,51 €	2.569.262,61 €
2024e	4.374.430,34 €	3.303.663,69 €
2025e	5.768.212,73 €	3.967.105,06 €
2026e	7.291.166,31 €	4.566.542,95 €
2027e	8.956.197,83 €	5.108.252,18 €
VR		58.562.255,36 €
Valor Activo		79.584.369,43 €
Activos no afectos		4.728.615,00 €
Reembolso DF		8.105.652,00 €
Equity Value		76.207.332,43 €

Fuente: Elaboración propia

De todo ello, se obtendría un equity value de 76.207.332,43€, con un precio de acción de 8,22€, superior a la del escenario neutro.

7.3. Escenario pesimista

Tabla 18. Cálculo FCFEq actualizado y Equity Value, escenario pesimista.

	FCFEq	FCFEq actualizado
2022	1.655.152,50 €	1.507.287,59 €
2023e	1.386.231,49 €	1.149.613,83 €
2024e	1.134.274,33 €	856.628,32 €
2025e	898.440,44 €	617.905,03 €
2026e	677.929,02 €	424.594,90 €
2027e	471.977,20 €	269.196,66 €
VR		3.086.136,56 €
Valor Activo		7.911.362,89 €
Activos no afectos		4.728.615,00 €
Reembolso DF		8.105.652,00 €
Equity Value		4.534.325,89 €

Fuente: Elaboración propia

En este último escenario, observamos como el Equity Value es de 4.534.325,89€, es decir, en el caso de que se cumplieran las previsiones estimadas para este escenario negativo, se situaría la empresa en una situación desfavorable, pudiendo llevar a la compañía a la quiebra y disolución de la misma, pues el precio de la acción de la misma se situaría en 0,49€, prácticamente siendo el valor nulo.

6. MÉTODO DE VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

1. Objetivos y metodología

Este último método consiste en observar como los mercados valoran activos de similar naturaleza. Para ello, se toma como referencia de valor una variable de una empresa o conjunto de empresas comparables y multiplicarlas por un múltiplo asociado a dicha variable.

En primer lugar, es necesario elegir un múltiplo a través del cual obtendremos la estimación del valor. La elección del múltiplo viene condicionada por el conductor de valor que participa en su cálculo. El conductor del valor es una magnitud vinculada con el valor de la empresa, entre aquellas más relacionadas con los rendimientos futuros y con la creación de valor.

Seguidamente, debemos identificar el grupo de empresas similares al objetivo, en este caso, Adolfo Domínguez. Una vez realizada dicha elección, a través de la herramienta estadística más adecuada, obtenemos el múltiplo de referencia del grupo o empresas.

2. Análisis y selección de empresas comparables

Para proceder a la selección de empresas comparables, lo principal es seleccionar aquellas que pertenecen a un determinado sector de actividad. Por empresa comparable, entendemos como aquella empresa que más parecido guarda con la empresa objetivo respecto a las variables fundamentales que determinan el múltiplo de la valoración a aplicar.

El Grupo Adolfo Domínguez, pertenece al sector de comercio al por mayor y al por menor de prendas y calzado. Adolfo Domínguez es una marca que cotiza en bolsa, caracterizada por ser moda de autor, sostenible y de calidad, enfocada al público con un precio relativamente asequible, pero sin llegar a ser considerada una marca de lujo.

Las empresas seleccionadas para el análisis por múltiplos en primer lugar han sido escogidas aquellas que pertenezcan al mismo sector que Adolfo Domínguez, este se encuadra en el Código CNAE español 4771, dedicado al comercio al por mayor y menor de prendas y calzado. Las empresas comparables a la compañía escogidas para la presente valoración han sido las siguientes:

- Burberry, se trata de una casa británica de moda de lujo, fabricante de ropa y otros complementos, así como fragancias. Representa a la aristocracia rural británica
- Hugo Boss, es una casa de moda alemana, moda de autor que vende accesorios y artículos de moda para hombres y mujeres
- Salvatore Ferragano SpA, se trata de un grupo de moda y complementos italiano, centrada en ropa, calzado y accesorios. Especializada en el diseño y fabricación de calzado y marroquinería.
- SMCP Group, es un holding francés, especializado en prêt-à-porter de lujo accesible, con sede en París. La empresa se formó en 2010 mediante la fusión de Sandro, Maje y Claudie Pierlot.
- PVH Corp, anteriormente conocida como Phillips-Van-Heusen Corporation, es una empresa estadounidense de ropa, posee marcas como Tommy Hilfiger, Calvin Klein, Warner's, Olga y True and Co.

La elección de estas empresas viene motivada por encuadrarse todas ellas en el mismo sector, comercio textil al por mayor y al por menor de prendas y complementos. A su vez, todas ellas son marcas de lujo asequibles, y cotizan en sus respectivas bolsas, lo cual nos permite llevar a cabo un análisis exhaustivo de las mismas de tal manera que nos permita elegir el múltiplo que más nos convenga.

3. Selección de múltiplos a aplicar

Para la elección de múltiplos, hemos utilizado la capitalización de cada una de las empresas, el resultado bruto de explotación (EBITDA) y las ventas totales de cada una de ellas en 2022. Es decir, hemos utilizado múltiplos de beneficios y múltiplos de ventas. En primer lugar, la división del EBITDA entre las ventas, nos muestra el margen del EBITDA, el cual muestra qué porcentaje de las ventas forma parte del EBITDA. Es una medida de la eficiencia operativa de la empresa, ya que considera los ingresos generados antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

En segundo lugar, al dividir la capitalización bursátil para el EBITDA, obtenemos el *enterprise value to EBITDA ratio*, el cual nos permite valorar empresas comparando deuda y capital, con su capacidad para generar ganancias operativas

4 Aplicación de los múltiplos de la empresa y rango de valoración obtenido

En la presente tabla observamos la aplicación de los dos múltiplos anteriormente mencionados en cada una de las empresas del sector.

Tabla 19. Cálculo de múltiplos empresas comparables

Empresas sector	EBITDA/Ventas	Capit/EBITDA
Burberry	37,17%	3,736526947
Hugo Boss	17,53%	5,728033473
Salvatorre Ferragno SpA	23,88%	6,095684178
SMCP Group	21,08%	0,802517706
PVH Corp	13,88%	5,582218726
Adolfo Domínguez	11,70%	3,29284562
Mediana	21,08%	5,582218726

Fuente: Elaboración propia

Para poder comparar las empresas con la compañía objeto del presente trabajo, se ha calculado la mediana, la cual representa el valor de la variable de posición central en un conjunto de datos ordenados.

Como podemos ver en la tabla precedente, la mediana para el margen de ventas, se sitúa en un 21,08%. El margen para el Grupo AD es de un 11,70%, es decir, el resultado bruto de explotación supone un 11% de las ventas de la compañía. La interpretación de dicho margen supone que cuanto mayor este sea, la empresa presenta más capacidad para cubrir costos no operativos como intereses e impuestos, así como para invertir en crecimiento. En este caso, el margen de Adolfo Domínguez se encuentra por debajo de la mediana, es decir, tiene menos capacidad para cubrir los gastos no operativos que el resto de empresas de su sector.

En segundo lugar, respecto el múltiplo de capitalización/EBITDA, multiplicando el valor de la mediana del múltiplo (5,58), por el EBITDA de Adolfo Domínguez, obtenemos un valor de 74.591.298€. Dicho resultado se asemeja al resultado del escenario neutro obtenido anteriormente pues el mismo era de 72.334.837€.

Por todo ello, podemos concluir que la compañía presenta ratios más bajas que el resto de empresas comparables del sector escogidas en el presente trabajo. Ello nos lleva a concluir que la compañía se encuentra infravalorada.

7. CONCLUSIONES

Una vez realizado el presente Trabajo Fin de Grado, me reafirmo en lo expuesto en la introducción del mismo relativo a la importancia de la valoración de una empresa. Si bien es cierto que se trata de un análisis un tanto complejo, considero la valoración y análisis de una empresa como un factor primordial para entender la misma.

Tal y como hemos mencionado, existen múltiples métodos de valoración de empresas, sin embargo, como podemos observar, el trabajo ha profundizado en tres de ellos; método del patrimonio ajustado, método de descuento de flujos y finalmente, método de comparación de múltiplos.

Me gustaría destacar uno de los aspectos que más interesantes me han parecido durante la elaboración del mismo, la necesidad de profundizar en el entendimiento y comprensión del pasado, evolución y situación actual de la empresa. Pues como se ha podido observar a lo largo del mismo, para la realización del método de descuento de flujos, las cuentas anuales de la compañía Adolfo Domínguez, apenas presentaban similitudes de un año respecto a otro. No obstante, tras un profundo análisis del Grupo a través de su memoria, y su informe de gestión, se constatan las causas que llevan a la compañía a esa tesitura.

Añadir a ello, la necesidad de combinar distintos métodos de valoración a efectos de conseguir una valoración más rigurosa, pues todos ellos son métodos complejos y la aplicación individual de estos podría llevar a valoraciones erróneas.

El Grupo Adolfo Domínguez, está en un proceso de adaptación a los cambios en el sector, introduciendo diferentes procesos y métodos que le permiten desarrollarse y adaptarse a las necesidades del consumidor, siguiendo en su modelo de sostenibilidad y compromiso con el medio ambiente. Ello ha supuesto un plus de dificultad a mi parecer, pues no ha sido posible establecer un horizonte temporal basado en las medias de años anteriores, ya que realizar una media aritmética de los mismos daba resultados desproporcionados y no congruentes.

Tras la valoración exhaustiva de la compañía Adolfo Domínguez, podemos concluir que, a pesar de que los resultados de la compañía han sido negativos y desfavorables durante unos años, tras el proceso de reestructuración de la misma en lo relativo a rentabilidades y gastos operativos, junto a un proceso de innovación, calidad y sostenibilidad, se espera que la misma siga creciendo durante los próximos años.

BIBLIOGRAFIA

FERNÁNDEZ, P., *Valoración de empresas y sensatez*, Gestión 2000, 2006, 6^a edición.

LÁINEZ GADEA, J.A., *Modelos de valoración de empresas utilizados en la práctica profesional*

Asociación Española de Contabilidad y Administración y Dirección de Empresas. (2020, Septiembre). *La prima de riesgo específica en la tasa de descuento en la valoración de empresas no cotizadas*, Comisión de Valoración y Financiación de Empresas.

MÁRQUEZ GONZÁLEZ, A., *Valoraciones de empresas. El método del descuento de flujos de caja.*, Registro de Expertos Contables, 2017, p. 19.

Monitor empresarial de reputación corporativa (merco), (2022), *Las empresas con mejor reputación corporativa*.

Disponible en: <https://www.merco.info/es/ranking-merco-empresas?edicion=2022>

Fernández, Pablo, *WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores*, (13 de febrero de 2016).

Disponible en SSRN: [WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores \(WACC: Definition and Errors\) by Pablo Fernandez :: SSRN](https://ssrn.com/abstract=2711111)

Fernández, Pablo, *Métodos de valoración de empresas* (Company Valuation Methods) (12 de febrero 2016)

Disponible en SSRN:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987

ANEXO I

Escenario Optimista

Tabla 1. Proyecciones

Escenario optimista	
Ventas	7%
EBITDA	13%
EBIT	11%
CAPEX	1,2%
Variación fondo de maniobra	2%
Gastos financieros	0,50%

Tabla 2. FCF. Enterprise Value

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
FCF	1.273.291	2.823.444	4.548.362	6.471.117	8.617.750	11.017.654	VTERMINAL
Actualizado	1.159.539,89 €	2.386.058,26 €	3.533.522,58 €	4.621.500,92 €	5.657.813,17 €	6.649.588,88 €	86.324.997,06 €
WACC 8,78%							

Tabla 3. FCFE. Equity Value

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	VTERMINAL
FCFEq	1.655.153	3.098.078	4.374.430	5.768.213	7.291.166	8.956.198	
Actualizado	1.507.287,59 €	2.569.262,61 €	3.303.663,69 €	3.967.105,06 €	4.566.542,95 €	5.108.252,18 €	58.562.255,36 €
Ke 9,81%							

Tabla 4. Resultados

VR	58.562.255,36
Valor Activo	79.584.369,43 €
Activos no afectos	4.728.615 €
Deuda financiera	8.105.652€
EqV	76.207.332,43€

Escenario neutro

Tabla 5. Proyecciones

Escenario neutro	
Ventas	5%
EBITDA	10%
EBIT	8%
CAPEX	0,5%
Variación fondo de maniobra	1%
Gastos financieros	1%

Tabla 6. FCF: Enterprise Value

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
FCF	1.273.291	2.417.630	3.666.033	5.028.910	6.517.703	8.144.988	VTERMINAL
Actualizado	1.170.519,17 €	2.043.109,59 €	2.848.060,51 €	3.591.514,84 €	4.279.068,93 €	4.915.821,40 €	63.817.218,66 €
WACC 8,78%							

Tabla 7. FCFEq. Equity Value

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
FCFEq	1.655.153	2.803.310	4.055.570	5.422.343	6.915.070	8.546.328	VTERMINAL
Actualizado	1.507.287,59 €	2.324.809,35 €	3.062.853,69 €	3.729.232,00 €	4.330.989,23 €	4.874.479,07 €	55.882.223,12 €
Ke 9,81%							

Tabla 8. Resultados

VR	55.882.223,12€ €
Valor Activo	75.711.874,04€
Activos no afectos	4.728.615 €
Deuda financiera	8.105.562€
EqV	72.334.837€€

Escenario pesimista

Tabla 9. Proyecciones

Escenario pesimista	
Ventas	-1,0%
EBITDA	-4,00%
EBIT	-1%
CAPEX	-0,5%
Variación fondo de maniobra	-2%
Gastos financieros	2%

Tabla 10. FCF. Enterprise Value

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	VTERMINAL
FCF	1.273.291	1.147.058	1.026.363	911.003	800.784	695.519	5.449.499,25 €
Actualizado	1.507.287,59 €	1.149.613,83 €	856.628,32 €	617.905,03 €	424.594,90 €	269.196,66 €	
WACC 8,78%							

Tabla 11. FCFEq. Equity Value

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	VTERMINAL
FCFEq	1.655.153	1.386.231	1.134.274	898.440	677.929	471.977	3.086.136,56 €
Actualizado	1.507.287,59 €	1.149.613,83 €	856.628,32 €	617.905,03 €	424.594,90 €	269.196,66 €	
Ke 9,81%							

Tabla 12. Resultados

VR	3.086.136€
Valor Activo	7.911.362,89€
Activos no afectos	€
Deuda financiera	8.105.652€
EqV	4.524.325,89€

Cálculo *ke* y WACC

Tabla 13. Cálculo costes.

Coste recursos propios (ke)	9,809%	WACC	8,8138%
Rf	3,24%	Capitalización	45.452.929,20 €
Rm	8,00%	Deuda financiera	8.105.652,00 €
Beta	1,17%	Ke	9,809%
Prima	4,76%	Coste deuda (kd)	4,04%
Alfa	1,00%	Tipo impositivo	20%

ANEXO II.

Tabla 1. Cuenta de pérdidas y ganancias

	2022	2021	2020	2019	2018
Ingresos ventas	114.179.631	92.065.277	65.992.307	114.876.180	111.944.733
Aprovisionamientos	-49.291.514	-40.458.400	-35.265.621	-50.603.809	-47.348.603
MARGEN BRUTO	64.888.117	51.606.877	30.726.686	64.272.371	64.596.130
Otros ingresos explotación	3.573.409	2.607.495	1.466.893	2.408.698	2.998.498
MARGEN CONTRIBUCION	68.461.256	54.214.372	32.193.579	66.681.069	67.594.628
Gastos personal	-33.004.581	-34.349.787	-22.755.282	-36.667.428	-38.053.899
Dotación amortización	-10.899.129	-8.990.483	-9.980.335	-10.274.969	-1.755.760
Deterioro	497.128	-11.790	-775.144	-115.662	1.270.943
Otros gastos explotación	-22.094.642	-19.491.607	-16.265.139	-18.671.144	-28.369.138
RESULTADO BRUTO EXPLOTACION	2.960.302	-8.629.295	17.571.321	951.906	686.774
Ingresos financieros	276.099	128.398	187.452	180.662	87.634
Gastos financieros	-834.121	-727.466	-592.083	-187.367	-157.541
Gastos financieros arrendamiento	-693.326	-694.892	-398.609	-837.402	
Variacion valor razonable		2.903	-13.660	10.757	669.046
Diferencias negativas de cambio	-439.585	-123.773	-879.837	-111.290	-156.762
Deterioro enajenación		770			24.405
RESULTADO ANTES IMPUESTOS	1.269.369	-10.043.355	-19.268.057	7.266	1.153.556
Impuesto sorbe beneficios	-1.110.713	775.663	-8.246	-8.211.405	-1.528.245
RESULTADO CONSOLIDADO	158.656	-9.267.692	-19.276.303	-8.204.139	-374.689

