



ICADE BUSINESS SCHOOL

EL CORTE INGLÉS Y SU CONTROVERTIDO VALOR

Autor: Sergio Muelas Hernández

Director: Juan Molina Huertas

Madrid
Julio 2016

Contenido

1- INTRODUCCIÓN.....	PÁG. 7
Objetivo	PÁG. 7
Motivación.....	PÁG. 7
Metodología	PÁG. 7
2- DESCRIPCIÓN Y ANÁLISIS DE ECI	PÁG. 10
Consejo de Administración.....	PÁG. 10
Descripción de actividades	PÁG. 10
La creación de valor.....	PÁG. 12
Análisis DAFO.....	PÁG. 13
Competidores	PÁG. 13
3- VALORACIÓN DE EMPRESAS	PÁG. 15
Principales métodos de valoración	PÁG. 15
Método de Descuento de Flujos	PÁG. 17
4- ANÁLISIS FINANCIERO Y VALORACIÓN DE ECI	PÁG. 19
Situación actual	PÁG. 19
Principales hipótesis.....	PÁG. 20
Proyección de ventas.....	PÁG. 22
Proyección balance de situación	PÁG. 24
Proyección cuenta de resultados	PÁG. 25
Tasa de crecimiento.....	PÁG. 26
Tasa de descuento.....	PÁG. 26
Capitalización bursátil o de mercado	PÁG. 28
Precio de la acción.....	PÁG. 29
Comparación por múltiplos	PÁG. 30
5- CONCLUSIONES	PÁG. 31
6- BIBLIOGRAFÍA	PÁG. 32
ANEXOS	PÁG. 33

Índice figuras

Figura 1. Principales cifras de los últimos ejercicios.	PÁG. 9
Figura 2. Resultados de los últimos ejercicios.	PÁG. 9
Figura 3. Mayores empresas no cotizadas en España.	PÁG. 9
Figura 4. Distribución del accionariado	PÁG.10
Figura 5. Localización de los centros comerciales.	PÁG.10
Figura 6. Distribución de préstamos por provincias.....	PÁG.12
Figura 7. Distribución de préstamos por edad	PÁG.12
Figura 8. Facturación por línea de negocio	PÁG.13
Figura 9. Análisis D.A.F.O.	PÁG.13
Figura 10. Esquema valores.....	PÁG.14
Figura 11. Esquema principales riesgos.....	PÁG.14
Figura 12. Esquema responsabilidad social	PÁG.14
Figura 13. Tipos de flujos y sus tasas de descuento	PÁG.16
Figura 14. Beneficios/ventas históricas del grupo.....	PÁG.19
Figura 15. Ecuación MCO estimada por Grtel	PÁG.22
Figura 16. Proyección de ventas.....	PÁG.22
Figura 17. Proyección ventas totales.....	PÁG.23
Figura 18. Variación de activos (%).....	PÁG.24
Figura 19. Estructura de deuda.	PÁG.24
Figura 20. Venta por tipos de productos (%).....	PÁG.25
Figura 21. Distribución del gasto	PÁG.25
Figura 22. Histórico del EURIBOR	PÁG.27
Figura 23. Betas competidores	PÁG.27
Figura 24. Proyecciones de los Flujos de Caja	PÁG.28
Figura 25. Análisis de sensibilidad	PÁG.29

RESUMEN

Este trabajo persigue un objetivo claro: definir el controvertido valor del grupo El Corte Inglés. Y decimos controvertido debido a las discrepancias que existen entre los accionistas mayoritarios del grupo en estos últimos años. Nunca ha sido un motivo de tanta preocupación para ellos hasta que Isidoro Álvarez falleció.

Llegó al grupo Dimas Gimeno y con él una nueva visión para El Corte Inglés, basada en una reestructuración de plantilla, deuda financiera y modelo de negocio. Pero sin duda, sus intenciones más destacables son la de internacionalizar el grupo (estrategia aún por confirmar) y la de dar acceso a inversores externos formando así parte del distinguido grupo de empresas que forman el IBEX 35 mediante una Oferta Pública de Venta (OPV).

A través de un profundo análisis del grupo y de la aplicación de un conjunto de herramientas financieras que serán explicadas posteriormente se realizó una valoración del grupo que oscilaba los 10.000 millones de euros. Cifra muy similar a la valoración que le dio el propio grupo a Carlota Areces (heredera de un gran parte de El Corte Inglés) cuando vendió el 10 % de sus acciones a un socio externo por 1.000 millones de euros, dándole así un valor al grupo de unos 10.000 millones.

En cambio, la valoración realizada en este trabajo difiere mucho de la obtenida por Neila Capital, encargada por la propia Carlota Areces de realizar una nueva valoración, la cual oscilaba entre los 14.800 y 16.400 millones de euros.

Palabras clave: El Corte Inglés, valoración, Oferta Pública de Venta, Carlota Areces, Neila Capital.

ABSTRACT

The aim of this Project is to define the controversial value of El Corte Ingles. We say controversial due to all discrepancies between shareholders over last years. For them it has never been a reason to be worried until the death of Isidoro Álvarez.

Dimas Gimeno and his new vision came to the firm, which was based on a restructuring of employees, financial debt and business model, although his most important intentions were the international expansion of the firm and the access to external shareholder taking part of the IBEX 35 through an IPO.

The valuation done in this project, which was done by an analysis of the firm and the application of a set of financial tools which will be explained later, is around 10.000 million of euros. This number is not very different from the value given by El Corte Ingles to Carlota Areces (heir of an important amount of the firm) when she decided to sell a 10 % of her shares to an external holder for 1.000 million of euros so the value of the entire Company was 10.000 million of euros.

On the other hand, the valuation given in this project is very different from the one obtained by Neila Capital, hired by Carlota Areces in order to value the firm. Its valuation was between 14.800 and 16.400 million of euros.

Key words: El Corte Inglés, valuation, IPO, Carlota Areces, Neila Capital.

1-INTRODUCCIÓN

Objetivo

El objetivo de este proyecto será realizar una valoración del grupo El Corte Inglés lo más precisa posible. Para ello se llevará a cabo una descripción y análisis de los elementos más importante de la compañía. Tras ello, se procederá a evaluar la compañía teniendo en cuenta toda la información anterior y añadiendo unas determinadas hipótesis que se explicarán posteriormente.

Motivación

El Corte Inglés ha cambiado su visión empresarial tras la muerte de su presidente Isidoro Álvarez. El grupo se encuentra en pleno proceso de reestructuración con el fin de poder poner a El Corte Inglés dentro del conjunto de empresas que forman el IBEX 35.

Como parte de dicha reestructuración, su consejo de administración decidió vender un 10 % de la compañía a un nuevo socio externo por un valor de 1.000 millones de euros, dando por consiguiente un valor al grupo de 10.000 millones de euros. Esta valoración fue muy controvertida, sobre todo para Carlota Areces, heredera de un gran número de participaciones del grupo y parte vendedora de la operación

A este hecho se debe añadir que el grupo necesita tener una valoración para su futura Oferta Pública de Venta (OPV).

Metodología

Resumen

Esta primera parte del proyecto consiste en mostrar la situación actual a la que El Corte Inglés se enfrenta. Para ello se mostrarán las principales noticias que rodean al grupo en los últimos años y se mostrarán sus principales números tanto de sus últimos ejercicios como de su controvertida valoración. También constará de un breve resumen de la valoración realizada al final de este trabajo.

Descripción y análisis de El Corte Inglés

En esta parte del trabajo se realizará una descripción y análisis de la compañía para situar al lector sobre los aspectos fundamentales de este grupo. Este análisis se compone de:

- Una breve descripción de los principales aspectos de la compañía.
- Su recorrido histórico.
- Descripción de las principales líneas de negocio que dispone.
- Cómo consigue crear valor.
- Análisis de debilidades, fortalezas, amenazas y oportunidades.
- Un análisis de sus principales competidores.

Marco teórico: Métodos de valoración de empresas

Se explicarán desde un marco completamente teórico los principales métodos de valoración que más utilizados actualmente y se elegirá uno de ellos siguiendo el criterio de Pablo Fernández en su lectura “Valoración de empresas” (2014). Los principales métodos de valoración son:

- Valoración basada en el balance.
- Valoración basada en la cuenta de resultados (múltiplos).
- Valoración basada en múltiplos.
- Valoración basada en flujos de caja descontados.

Análisis financiero y valoración de El Corte Inglés

La valoración de El Corte Inglés se realizará teniendo en cuenta toda la información de los apartados anteriores a través de un análisis financiero. El modelo se compone de las siguientes partes:

- Análisis de la situación actual de El Corte Inglés.
- Hipótesis asumidas.
- Estimación de futuras ventas.
- Proyección del balance.
- Proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias.
- Cálculo del coste de capital, coste de deuda, porcentaje de crecimiento y WACC.
- Valoración del grupo: Método de Flujos de Caja Descontados.
- Precio de la acción.
- Comparación por múltiplos.

RESUMEN

- **COMPAÑÍA:** Grupo El Corte Inglés (ECI)
- **Valoración propia de El Corte Inglés:** 10.000 millones de euros.
- **Valoración Neila Capital:** entre 14.800 y 16.400 millones de euros.
- **Valoración final del proyecto “El Corte Inglés y su controvertida valoración”:**
 - Método “Free Cash Flow to Firm”:
Equity value de 10.053.930 millones de euros.



Figura 1. Principales cifras de los últimos ejercicios.

Resultado ejercicio(mill. €)

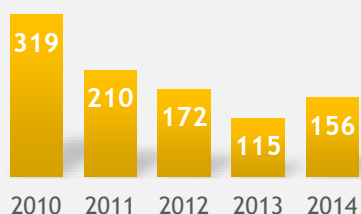


Figura 2. Resultado de los últimos ejercicios.

RANKING EMPRESAS NO COTIZADAS	FACTURACIÓN (mill. €)
CEPSA	23.400
MERCADONA	18.033
EL CORTE INGLÉS	9.452
LOTERIAS Y APUESTAS DEL ESTADO	8.520
PETRONOR	6.849
ALCAMPO	3.139
VILMA OIL	3.000
SAREB	2.861

Figura 3. Mayores empresas no cotizadas en España.

Noticias relevantes

(Nov 14, 2013) - El Corte Inglés ha cerrado hoy el proceso iniciado hace unos meses para reestructurar su deuda con la firma de un préstamo sindicado de 4.909 millones de euros en el que participan todos sus bancos acreedores, ha informado el grupo de distribución presidido por Isidoro Alvarez.

(Ene 9, 2015) - El Corte Inglés, a través de Hipercor, ha cerrado hoy una emisión privada de bonos sénior a siete años que cotizarán en Irlanda y con la que captará 500 millones de euros,

(Jul 17, 2015) - El Corte Inglés abre su accionariado por primera vez a alguien ajeno a las familias propietarias. El jeque Hamad Bin Jassim Bin Jaber Al Thani ha llegado a un acuerdo para hacerse con el 10% del grupo de distribución español por 1.000 millones de euros. La operación hace que se valore a la compañía presidida por Dimas Gimeno en 10.000 millones de euros.

(Ago 20, 2015) - Corporación Ceslar, gestora del 10% de las acciones en manos de una heredera del fundador, Carlota Areces. Considera que, con la venta del 10% del grupo a un inversor catari por 1.000 millones de euros, se está infravalorando la compañía, cuyo precio total sería de 10.000 millones.

(Sep 22, 2015) - Corporación Ceslar sitúa el valor de El Corte Inglés entre 14.800 y 16.400 millones de euros.

(Dic 17, 2015) - El Corte Inglés ha registrado un programa de emisión de pagarés de empresas en el Mercado Alternativo Bursátil (MARF) que le permitirá disponer de un saldo vivo de pagarés de 300 millones de euros durante un año.

(Feb 26, 2016) - El Corte Inglés lanza un plan de bajas voluntarias para empleados a partir de 58 años. Ofrece pagar el 70% del salario a los trabajadores nacidos entre 1956 y 1958 que dejen la empresa. Deben tener 15 años de antigüedad y más de 35 años de cotización.

TRAYECTORIA

- **1935:** ECI se funda como sastrería.
- **1940:** D. César Rodríguez y D. Ramón Areces constituyen la sociedad El Corte Inglés.
- **1966:** Comienza el proceso de crecimiento del grupo fuera de Madrid.
- **1969:** Se constituye "Viajes El Corte Inglés".
- **1979:** Creación de "Hipercor".
- **1982:** Creación de Seguros y Servicios, Correduría de Seguros.
- **1988:** Informática ECI.
- **1995:** Se constituye Financiera ECI. Adquisición de Galerías Preciados. Adquisición de 9 centros Mark & Spencer.
- **2001:** Adquisición de 5 hipermercados de Carrefour. Inauguración centro ECI en Lisboa (primer almacén fuera de España).
- **2015:** Entrada en el accionariado de PrimeFin S.A. (aportando 1000 millones de euros).

ACCIONARIADO

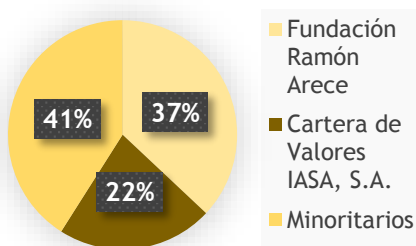


Figura 4. Distribución del accionariado.

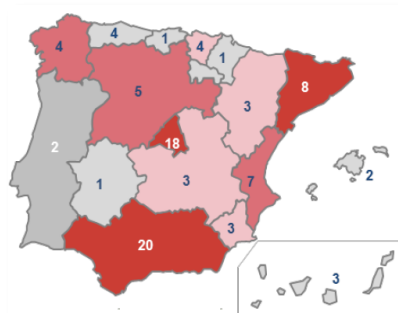


Figura 5. Localización geográfica de los centros comerciales.

2-DESCRIPCIÓN DE "EL CORTE INGLÉS"

Ha pasado mucho tiempo, exactamente 70 años, desde que aquella pequeña sastrería situada en calle Preciados se convirtiese en la principal cadena de centros comerciales y líder de distribución comercial de España.

Fue en 1935 cuando se originó el Grupo, momento en el que D. Ramón Areces (tío de la célebre Carlota Areces) compró a Julián Gordo su pequeña sastrería. Aunque no fue hasta pasados 5 años, junto a D. César Rodríguez, la constitución de la sociedad El Corte Inglés. Siendo este último nombrado presidente de la misma.

Durante los años 60 el grupo de El Corte Inglés comenzó su periodo de expansión nacional con la apertura de una serie de centros en Barcelona, Sevilla y Bilbao. A finales de la misma década, el grupo decide diversificar su actividad dando origen a "Viaje El Corte Inglés", convirtiéndose con el paso de los años en una línea vital para el grupo. Esta diversificación continuaría en los años siguientes.

Uno de los eventos más significativos del grupo fue la adquisición de Galerías Preciados en 1995 tras la disolución de ésta. Por otro lado, el grupo decidió llevar más allá su estrategia de adquisiciones con la compra de varios centros a la cadena Mark & Spencer y Carrefour en 2001.

Otro hecho relevante fue primera estrategia internacional con la apertura de un centro comercial en Lisboa (Portugal), aunque la expansión internacional es la asignatura pendiente del grupo.

Consejo de Administración

- Don Dimas Gimeno Álvarez (Presidente)
- Doña Marta Álvarez Guil (Consejera)
- Don Leopoldo del Nogal Roperó (Consejero)
- Don Juan Hermoso Armada (Consejero)
- Don Florencio Lasaga Munárriz (Consejero)
- Don Carlos Martínez Echavarría (Consejero)
- Don Manuel Pizarro Moreno (Consejero)
- Cartera Mancor, S.L representada por D^a. Paloma García Peña
- Corporación Ceslar, S.L. representada por D^a. Carlota Areces Galán

Descripción de actividades

El Corte Inglés (ECI), a través de sus 98 centros repartidos por todo el país, desarrolla su actividad principal: la venta minorista de bienes de consumo a través de un servicio con la excelencia como estandarte. El grupo también ofrece otro tipo de servicios que serán explicados a continuación:

Alimentación

Es la cadena de hipermercados del grupo. Su origen se remonta a 1979 como respuesta del grupo a las nuevas tendencias de mercado y al incremento de la competencia, como por ejemplo Alcampo y Continente. El Corte Inglés dispone de más de 40 hipermercados en toda España que representaron en 2014 el 72.6% de los ingresos por alimentación del Grupo, mientras que los 187 Supermercados Supercor el 27% de los ingresos por alimentación del Grupo.

Viajes ECI

A través de diversas empresas en varios países, opera la división de agencia de viajes siendo, según el ranking Hosteltur, líder en España. En 2015 dispone de 584 tiendas VEI (492 nacionales y 92 internacionales).

Servicio de financiación

El principal objetivo de esta línea es financiar a los clientes del grupo la compra de los distintos bienes adquiridos. Tuvo su origen en 1995 con su producto "Fórmula Personal de Pago". Esta línea de servicios tiene una gran importancia dentro del modelo de negocio del grupo, ya que financia hasta el 40 % del total de ventas.

Como hecho más relevante, la adquisición del 51 % de esta línea en 2014 por parte del Banco Santander.

Servicio de informática

Actividades orientadas al sector de las tecnologías de la información y las comunicaciones que persiguen los mismos objetivos en cuanto a calidad y servicios. Se puede diferenciar entre Telecor (destinado y especializado a la comercialización de productos y servicios de telecomunicaciones) e Investrónica (mayorista informático y de telefonía, aportando diseño, fabricación y comercialización de estos productos).

Seguros ECI

Tiene por objetivo la protección y la prevención en el futuro, a través de una atención y calidad en el servicio y dirigida a toda la sociedad, mediante una serie de productos de contratación y puesta a disposición del usuario que le ofrece cobertura a un precio competitivo: Seguros Personales de Vida y Accidentes que cubren el fallecimiento e invalidez, seguros de Rentas Temporales y Vitalicias, Planes de Pensiones y Seguros de Ahorro.

Óptica 2000

Cadena de tiendas especializadas en productos enfocados a la salud visual y auditiva donde se caracteriza por la renovación e incorporación de nuevos productos, siempre con precios ajustados e incrementos de calidad en lentes progresivas y monofocales, así como una amplia variedad de servicios.

La creación de valor

El Grupo posee un modelo de negocio único centrado en garantizar la máxima satisfacción del cliente. Busca ofrecer una gama de productos única que cuente con una amplia variedad de marcas y servicios para responder a las necesidades de los clientes, junto con una fiabilidad plena de los productos y servicios que ofrece en sus tiendas para así establecer una relación con sus clientes basada en la confianza.

Localización y Proximidad al Cliente

El Corte Inglés busca grandes emplazamientos comerciales para situar sus centros; siempre ubicados en los centros turísticos de las grandes ciudades y en las calles comerciales o con mayor tránsito de personas.

Locales e Instalaciones Atractivas

Amplitud de las instalaciones y con fácil accesibilidad para todos los usuarios. Las instalaciones se diferencian por plantas y estas a su vez por departamentos donde podemos encontrar las marcas propias.

Gran variedad de Productos

Para ofrecer una mayor gama y poder cubrir satisfactoriamente las necesidades de los usuarios.

Gran variedad de Marcas

Tanto marcas propias como de otros proveedores.

Compra Online

Posibilidad de compra por Internet y posibilidad de llevarte las compras a domicilio. La compañía está poniendo especial énfasis en este apartado debido a la creciente tendencia del mercado.

Logística

Posee un gran almacén que centraliza la distribución y es capaz de repartir 30.000 paquetes a la hora.

Capital Humano

El personal tiene funciones muy especializadas, que previamente han sido formados para ello a través de cursos, esto da lugar a una mayor motivación en el trabajo. El trabajo en equipo es muy significativo para la empresa, valorando mucho las capacidades de cooperación, comunicación y el saber compartir.

Estilo de Dirección

Lleva a cabo una estrategia de descentralización operativa que permite que se delegue responsabilidad en la cadena de mando según áreas y actividades lo que hace que se incentive y motive al personal.

Autofinanciación

Al no cotizar en bolsa, el reparto de dividendos se realiza únicamente a socios internos, lo que permite mayor flexibilidad que las empresas cotizadas o que la deuda externa.

Campañas de Publicidad

Una de las mayores inversiones por parte del grupo es la publicidad, tanto en campañas publicitarias como en la participación de patrocinios en muchas actividades.

POR PROVINCIAS

Préstamos por cada 100 habitantes

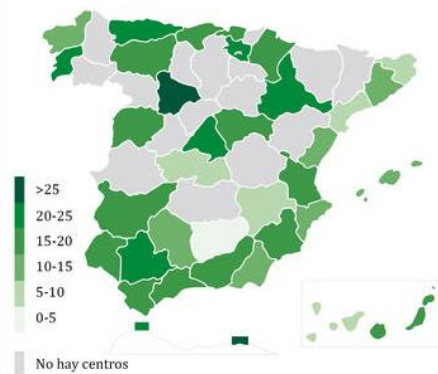


Figura 6. Distribución de los préstamos por provincias.

Número total de préstamos

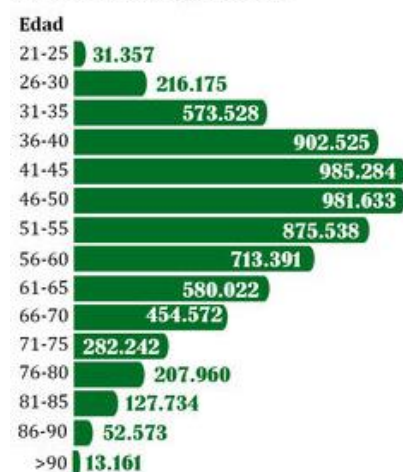


Figura 7. Distribución de los préstamos por edad.

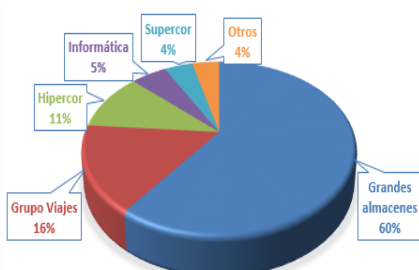


Figura 8. Facturación por línea de negocio.

“El Grupo es líder en distribución minorista y se sitúa como el mayor grupo de grandes almacenes de Europa por ingresos y el cuarto grupo a nivel mundial”

(Fuente: Deloitte– “Global powers of retailing 2014”).

Análisis D.A.F.O.

A continuación, se mostrará un breve estudio DAFO, donde se muestran la situación de la empresa con sus factores internos (debilidades y fortalezas) y externos (amenazas y oportunidades):

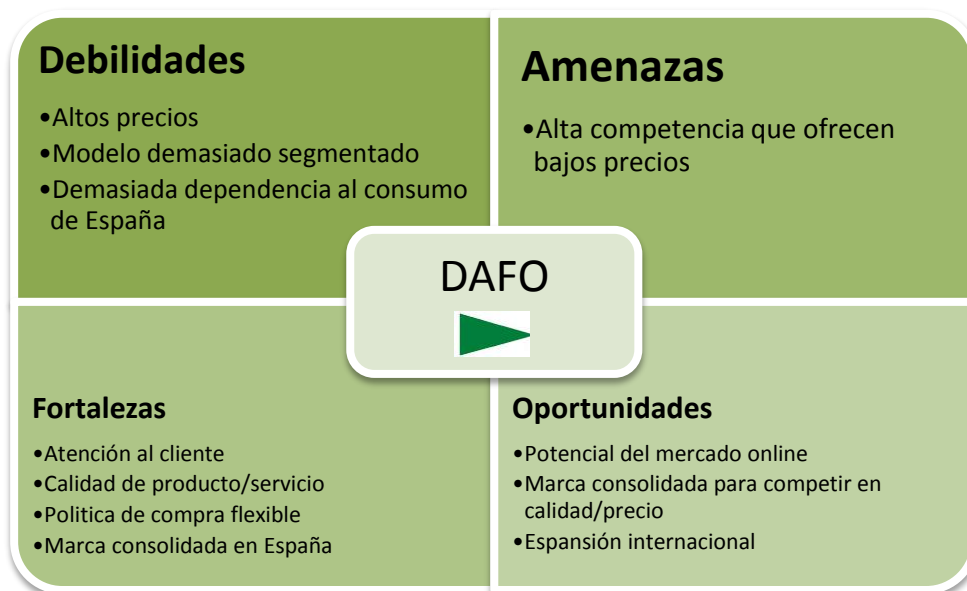


Figura 9. Análisis D.A.F.O.

Principales competidores

INDITEX

MERCADONA
SUPERMERCADOS DE CONFIANZA

amazon

Halçón viajes.com

Dia

IKEA

Carrefour

Media Markt

Competidores

Inditex

La moda sigue siendo el corazón de El Corte Inglés con una facturación de 4.305 millones de euros (el 51,5% del total de facturación de los Grandes Almacenes y el 29% del total de la empresa). Esas cifras lo sitúan como el mayor vendedor de moda de España, frente a los 3.706 millones de Inditex en España (cuya facturación global, con 18.117 millones en 2014, es no obstante mayor que la de ECI).

Mercadona

La segunda línea de negocio más importante de ECI es la alimentación. En España, el líder indiscutible del sector es Mercadona, que recogió en 2015 el esfuerzo inversor de años anteriores. Obtuvo un beneficio neto de 611 millones de euros, un 12% más que en 2014. Además, Mercadona es un competidor directo con su línea de cuidado personal y belleza llamada Deliplus.

Amazon

La venta online es uno de los mercados objetivo de ECI. El líder en España es Amazon. En su último ejercicio facturó casi 75.000 millones de dólares, es decir, el equivalente a casi cinco veces ECI. Amazon ha anunciado la entrada en el negocio de la alimentación y limpieza del hogar, por ello, la compañía estadounidense se ha convertido en uno de los principales competidores de ECI.



Figura 10. Esquema valores.

Viajes Halcón

Según Ranking Hosteltur de Grandes Redes de Agencias de Viajes, teniendo en cuenta la cifra de facturación, el líder en España es Viajes El Corte Inglés. En segundo lugar, se sitúa Viajes Halcón-Ecuador. La red de distribución de Globalia facturaba en 2013 un 8% que ECI.

Otros

- Dentro de la venta de mobiliario: Ikea.
- En la venta de tecnología e informática: Mediamark.
- Venta de alimentación: Día.
- Modelo de negocio parecido: Carrefour y Marks & Spencer.

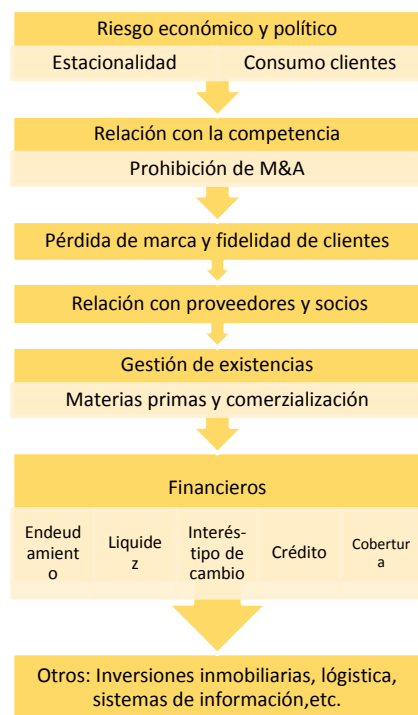


Figura 11. Esquema principales riesgos.

Dimensión Ambiental	Dimensión Social
<ul style="list-style-type: none"> • Materiales • Red. consumo envases 	<ul style="list-style-type: none"> • Comunidad y entorno
<ul style="list-style-type: none"> • Energía • Red. consumo eléctric. 	<ul style="list-style-type: none"> • Proyectos solidarios y culturales
<ul style="list-style-type: none"> • Agua • Red. consumo agua 	<ul style="list-style-type: none"> • Fundación Ramón Areces
<ul style="list-style-type: none"> • Emisiones • Uso fuentes renov 	<ul style="list-style-type: none"> • Aportación Renta Nacional
<ul style="list-style-type: none"> • Residuos 	<ul style="list-style-type: none"> • Responsabilidad Social

Figura 12. Esquema responsabilidad social.

3- VALORACIÓN DE EMPRESAS

En este apartado se realizará un análisis plenamente teórico sobre los principales métodos de valoración que se utilizan en la actualidad. Seguidamente se escogerá uno de ellos según las necesidades del presente proyecto.

Principales métodos de valoración

Dice Pablo Fernández que el valor no debe confundirse con su precio, y es cierto. Ya que, dependiendo del comprador, puede obtener más o menos sinergias de la empresa que se compra, por tanto, se puede decir que existe una valoración para cada comprador. Es por ello, que hay que tener cuidado a la hora de determinar el método de valoración empleado, ya que debe cumplir unos requisitos. En el caso de El Corte Inglés, conviene emplear un método que sea capaz de valorar las futuras estrategias que se llevarán a cabo para una salida a bolsa.

El estudio de los diferentes métodos de valoración y la posterior elección del mejor método se realizará mediante los criterios establecidos por el autor Pablo Fernández en su lectura titulada “Valoración de empresas”, 2016.

Métodos basados en el balance

Este método determina el valor de la compañía en base al valor de su activo y pasivo, es decir, al balance que tenga la compañía en el momento de realizar el estudio. Es un método de valoración estático. No valora los posibles proyectos futuros que se puedan poner en marcha dentro de la compañía y que conlleven un incremento de valor que no se ha producido antes.

Los principales tipos de valoración dentro de este método son:

- Valor contable: Es el valor que aparece en el patrimonio de la empresa o diferencia entre activo y pasivo.
- Valor contable ajustado: Valor del balance cuando se ajustan las partidas al valor de mercado.
- Valor de liquidación: Es el valor de la compañía en caso de ser liquidada.
- Valor substancial: Mide la inversión que conllevaría la formación de una empresa que se quiera constituir con características similares a la que se está valorando.

Métodos basados en la cuenta de resultados

En este caso, el valor de una compañía se determina en base a los beneficios o ventas que genera la misma en un tiempo determinado.

Los principales tipos de valoración dentro de este método son:

- PER:

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{beneficio}$$

- Valor de los dividendos: Es el flujo que recibe el inversor. Es decir, la rentabilidad que exige el accionista a cambio de invertir en la empresa.

Métodos basados en múltiplos

Este método consiste en valorar una compañía comparándola con otras compañías del mercado con características similares. Dichas comparaciones se realizan por medio de los siguientes ratios:

- PER = Capitalización bursátil/beneficio neto
- Valor de la empresa / BAIT
- Valor de la empresa / BAAIT
- Valor de la empresa / Cash Flow operativo
- Precio/valor en libros
- Valor de la empresa / Ventas

A continuación, las ventajas y desventajas de este método según Pablo Fernández (Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables. 1999).

Pros	Contras
<ul style="list-style-type: none"> - Los valores de mercado incorporan la percepción de todos los inversores, reflejando las perspectivas de la compañía, tendencias del sector, riesgo del negocio, crecimiento del mercado, etc. - Es una herramienta útil para comprobar el valor obtenido a través del descuento de flujos de fondos. - El mercado rara vez se equivoca. - El valor obtenido es un indicador fiable del valor de una empresa, incluso para participaciones minoristas. 	<ul style="list-style-type: none"> - Dificultad para encontrar compañías 100% comparables. - Diferencias en los sistemas contables según legislación nacional. - Distintos grados de información según los requisitos nacionales del mercado de valores. - Pequeñas compañías o empresas que sólo son seguidas superficialmente por los analistas pueden no reflejar el verdadero valor.

Métodos basados en el descuento de flujos

Este método determina el valor de una empresa en base a los futuros flujos de dinero que se generaran, para posteriormente descontarlos a una tasa determinada que dependerá del destinatario de dichos flujos.

Para realizar este método se deberán pronosticar en base a unos determinados criterios y suposiciones los futuros flujos de dinero. Este método se relaciona con la tesorería debido a su enfoque teórico y al trato de costes y pagos.

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
CFac. Flujo para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. Flujo para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. Flujo de fondos libre (<i>free cash flow</i>)	WACC. Rentabilidad exigida ponderada a deuda y acciones
CCF. Capital cash flow	WACC antes de impuestos

Figura 13. Tipos de flujos y sus tasas de descuento (Pablo Fernández. Valoración de empresas. 2014).

¿Qué método es el apropiado?

Según explica Pablo Fernández en su paper citado anteriormente, el mejor método de valoración es el de los flujos de caja por la siguiente razón: *“El descuento de los flujos porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto: el valor de las acciones de una empresa -suponiendo su continuidad- proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos futuros esperados.”*

El problema fundamental del resto de métodos es que unos se basan únicamente en el balance y otros en la cuenta de resultados, pero ninguno tiene en cuenta nada más que datos históricos. Es decir, son métodos de valoración principalmente estáticos, y para nuestro proyecto es conveniente utilizar un método de valoración que tenga en cuenta proyecciones futuras que tengan un escenario diferente al pasado. En la siguiente tabla de muestran los diferentes tipos de métodos existentes con sus respectivas tasas de descuento:

Métodos basados en el descuento de flujos

Siguiendo este modelo podremos obtener el valor total de la compañía o “Enterprise Value”. Debemos diferenciar este concepto con la capitalización bursátil o de mercado que explicaremos al final de este apartado. Este modelo está basado en la siguiente fórmula:

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

Donde CF_i = flujo generado por la empresa en el periodo i ; VR_n = valor residual, esto es, valor esperado de la empresa en el año n ; K = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos.

A continuación, los aspectos más importantes a la hora de estimar este modelo:

1-Estimación de ventas futuras: El primer paso a la hora de realizar una valoración es estimar las futuras ventas que obtendrá la compañía en los siguientes años. Para ello deben asumirse determinadas hipótesis como, por ejemplo, un incremento en ventas debido a la puesta en marcha de una nueva inversión, un porcentaje de mejor debido al crecimiento del país donde opera la empresa, incremento de ventas debido a la adquisición de un competidor, etc.

2-Flujos de Caja (Cash Flow): El siguiente paso es la estimación de los flujos caja para cada periodo. Dichas estimaciones deben estar basadas en pronósticos detallados y cuidadosos. En el siguiente apartado se explicarán las hipótesis que se han tomado para realizar el pronóstico de los diferentes flujos. La fórmula que define cada flujo es la siguiente:

	2011	2012	2013
Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)	150	160	180
-Impuestos sobre el BAIT (30%)	-45	-48	-54
Beneficio neto de la empresa sin deuda	105	112	126
+Amortización	100	110	120
-Incremento de activos fijos	-60	-66	-72
-Incremento de RNC (NOF)	-10	-11	-12
Free cash flow	135	145	162

En caso de ser una empresa con deuda, se deberán descontar los gastos financieros de los respectivos periodos. Por otro lado, es necesario estimar las siguientes partidas:

-Necesidades Operativas Financieras o Working Capital: Se define como el fondo destinado a hacer frente a las obligaciones inmediatas de la compañía para poder operar diariamente. Para el cálculo del Cash Flow es necesario saber la variación que existe en esta partida de un año a otro.

-Incremento en activos fijos o CAPEX: Es la inversión realizada por parte de la empresa destinada a la creación de valor mediante la adquisición de activos fijos o para aumentar la vida útil de un activo ya adquirido.

3-Valor Residual: El valor residual se define como el valor del flujo de caja en el último periodo proyectado. Se puede expresar como una renta perpetua generada por la misma compañía en el futuro. La fórmula de este término es la siguiente:

$$\text{Valor residual} = \frac{FC_n \times (1 + g)}{r - g}$$

Donde FCn es el flujo de caja estimado el último año; g es la tasa de crecimiento constante; r = tasa de descuento apropiada.

4-Tasa de descuento: La tasa de descuento se define como aquella tasa utilizada para descontar los flujos de caja elaborados previamente. En nuestro caso, debido a que en nuestros flujos no se ha descontado aún el pago a los accionistas ni el pago de la deuda, se deberá utilizar el Coste Medio Ponderado (WACC) porque pondera tanto el coste de la deuda como la rentabilidad exigida por los accionistas:

$$\text{WACC} = \frac{E K_e + D K_d (1 - T)}{E + D}$$

Donde D = valor de mercado de la deuda; E = valor de mercado del equity; Kd = coste 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.

4-Capitalización de mercado: Se define como el valor de mercado de las acciones de una compañía. En general, se mide como precio / acción. En otras palabras, es lo que pagaría cualquier agente económico que quiera comprar parte o la totalidad de la empresa, por ejemplo, el caso de la adquisición llevada a cabo por Al Thani. En el caso de El Corte Inglés, por definición, estaríamos más interesados en obtener este valor que el valor total de la compañía. Para obtener la capitalización bursátil o de mercado se debe seguir la siguiente fórmula:

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

$$\text{Capitalización del mercado} = \text{Enterprise Value} - \text{DEUDA TOTAL}$$

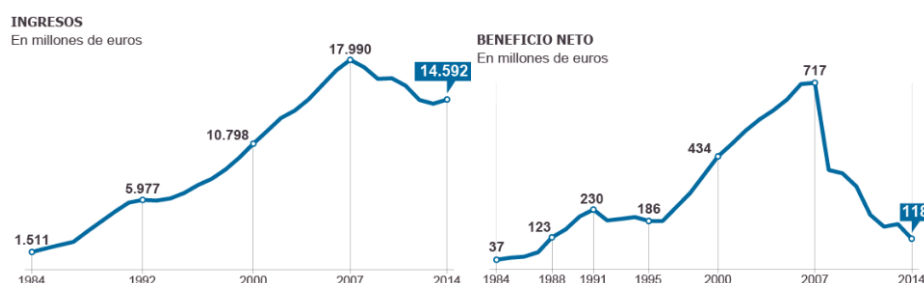
4- ANÁLISIS FINANCIERO Y VALORACIÓN

En este apartado se llevará a cabo un análisis financiero sobre El Corte Inglés para poder valorar la compañía correctamente. En primer lugar, se realizará un análisis de la situación actual del grupo para dar paso posteriormente a las diferentes partes del modelo:

- Estimación de ventas futuras
- Proyecciones del Balance de situación
- Proyecciones de la Cuenta de resultados
- Cálculo del Coste de Deuda (K_d)
- Cálculo del Coste de Capital (K_e)
- Cálculo del Coste Medio Ponderado (WACC)
- Valoración
- Definición del precio por acción del grupo para una supuesta Oferta Pública de Acciones (OPV)
- Comparación con competidores (múltiplos)

Situación actual

El Corte Inglés ha vuelto a mejorar sus cuentas de explotación desde la crisis de 2007 debido al aumento del consumo en España. Por otra parte, su beneficio ha empeorado notablemente pese a la mejora de las ventas. En las siguientes imágenes se puede observar la evolución de ambas partidas:



	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ventas	16.356	16.413	15.778	14.552	14.292	14.592
Beneficio	369	319	210	172	174	118
Bfo/Ventas	2,3%	1,9%	1,3%	1,2%	1,2%	0,8%

Figura 14. Ingresos y beneficios históricos del grupo.

En 2013 podemos observar un cambio en la relación entre Beneficio/Ventas, esto es debido al aumento notable de su gasto financiero debido a la reestructuración financiera que veremos con más detalle posteriormente.

El principal problema que tiene El Corte Inglés es su capacidad no aprovechada para generar ingresos paralelos a su principal actividad. Tiene activos inmovilizados por un valor superior a 10.000 millones de euros, los cuales podrían ser aprovechados de otra manera, por ejemplo, mediante el alquiler de los mismos o simplemente vendiéndolos. Esto desencadenaría una reducción en su amortización, la cual es muy elevada actualmente:

	2010-12	2011-12	2013-02	2014-02	2015-02
Inmovilizado material / Total activos	60%	59%	68%	71%	70%
Amortizaciones / Resultados de explotación	44,4%	74,2%	163,2%	115,6%	68,1%

De este último punto, la directiva del grupo es consciente y por ello ha puesto en marcha un plan para optimizar la estructura de la compañía para así conseguir dos objetivos primordiales: optimizar el inmovilizado y amortización, y reducir la deuda para una consecuente reducción del gasto financiero.

La perspectiva del grupo es dar entrada a socios externos para así diversificar la inversión entre los actuales socios y los nuevos. Esto permitiría diversificar el riesgo que conllevaría una expansión internacional del grupo. Aunque antes debe finalizar su reestructuración y saneamiento de cara a los acontecimientos futuros.

Finalmente, decir que una internacionalización ayudaría al grupo a tener una amplia variedad de fuente de ingresos y una diversificación del riesgo, ya que tiene una alta dependencia de la situación de un solo país.

Principales hipótesis

Las principales hipótesis asumidas para las proyecciones de nuestro modelo están basadas en noticias procedentes de varias fuentes como El Economista, El Confidencial, El País, ABC o La Expansión. Para validar cada una de las noticias se ha comprobado la misma noticia en cada uno de los periódicos citados y se ha comprobado que las cifras coinciden.

Reestructuración de deuda

INFORMACIÓN ESCOGIDA COMO REFERENCIA: ECI llevó a cabo una refinanciación con más de 27 entidades bancarias, basada en un préstamo sindicado de unos 4.900 millones de euros.

HIPÓTESIS ASUMIDA: Asumimos que el coste de esta deuda es de 4,1 %. Las fuentes citadas anteriormente revelan que el coste del préstamo mencionado es de EURIBOR + 400 pb. En cualquier caso, se emplearán otros métodos para confirmar dicho porcentaje. Fijamos este porcentaje, aunque lo más probable es que el EURIBOR aumente en el futuro, siendo así el coste de deuda diferente.

Disminución de CAPEX

INFORMACIÓN ESCOGIDA COMO REFERENCIA: Con el fin de amortizar el préstamo sindicado descrito anteriormente, El Corte Inglés pondrá en venta un paquete de hasta 200 inmuebles con un valor aproximado de 1.000 millones para amortizar su actual deuda.

HIPÓTESIS ASUMIDA: Nuestra hipótesis es que el CAPEX del ejercicio 2016 será de -1000 debido a esta desinversión, a su vez, asumimos que la deuda disminuirá en 1000 millones.

Noticias de prensa

Expansión.com

Jueves, 14.11.15 Actualizado a las 15:47
Portada » Empresas » Distribución

El Corte Inglés cierra la reestructuración de su deuda con el apoyo de toda la banca acreedora

El Confidencial

El Corte Inglés acelera su plan de ventas inmobiliarias para limpiar deuda

el Periódico
ECONOMÍA

REESTRUCTURACIÓN HISTÓRICA

Más de 2.000 empleados de El Corte Inglés e Hipercor se acogen a las bajas voluntarias

elEconomista.es

Lunes, 31 de Agosto de 2015 Actualizado a las 8:15

El Corte Inglés invertirá 1.200 millones hasta 2020

El Confidencial

Al Thani podrá hacerse con entre el 12,25% y el 15% del capital, ya que otra de las garantías del contrato consiste en que, si no se cumplen unas determinadas expectativas de negocio durante los próximos años, entre las que destaca un **crecimiento anual del 12%**

Programa de reestructuración de empleados

INFORMACIÓN ESCOGIDA COMO REFERENCIA: El Corte Inglés ha realizado durante este ejercicio una reestructuración de plantilla. En concreto, un total de 2.070 empleados de El Corte Inglés e Hipercor han solicitado acogerse a una jubilación pactada por compañía y sindicatos.

HIPÓTESIS ASUMIDA: En nuestra proyección de gastos de personal, asumimos que ECI tendrá 2.070 empleados menos y, por lo tanto, el gasto será menor. Por otro lado, creemos que, con el incremento de las ventas tras la aplicación del plan de inversión, el Grupo volverá a contratar personal de una media de edad menor.

Futuro programa de nueva inversión

INFORMACIÓN ESCOGIDA COMO REFERENCIA: El Corte Inglés ha logrado el respaldo financiero necesario para poner en marcha su nuevo plan estratégico, en el que invertirá 1.200 millones de euros hasta el año 2020.

HIPÓTESIS ASUMIDA: Se asume que este plan de inversión será llevado a cabo tras el plan de desinversión mencionado anteriormente, es decir, en 2017. En ese momento el CAPEX aumentará 250 millones de euros cada año debido a que se realizará en 4 años.

Crecimiento EBITDA

INFORMACIÓN ESCOGIDA COMO REFERENCIA: Uno de las condiciones más destacadas en el contrato entre el nuevo inversor externo, Al Thani, es la del crecimiento de un 12 % anual del EBITDA.

HIPÓTESIS ASUMIDA: Está hipótesis se basa en un crecimiento de las ventas en el porcentaje fijado en el contrato citado anteriormente a partir de 2017, cuando el plan de inversión se comience. Se cree que la serie de medidas para cambiar el Grupo surgirán efecto.

Reducción ratio de deuda

INFORMACIÓN ESCOGIDA COMO REFERENCIA: Otra clausula con el nuevo socio externo es la rebaja del ratio de EBITDA / DEUDA TOTAL a 2 o 3, actualmente es casi 6.

HIPÓTESIS ASUMIDA: Se asume que ECI se impondrá esta condición en su futuro plan estratégico. En el modelo se comprobará que esta condición se cumple. En cierto modo es un criterio que ayudará a comprobar que el modelo se está desarrollando correctamente.

Proyección de ventas

Para el cálculo de las ventas en 2016 y 2017 se ha tomado como referencia el PIB de España y su crecimiento. Se ha comprobado la relación que existe entre ambas variables y observamos que el nivel de correlación entre la variación del crecimiento del PIB en España y la variación del crecimiento de las ventas del grupo El Corte Inglés es de un 91%.

Para calcular las estimaciones del PIB español hemos utilizado, por un lado, las estimaciones del FMI para los años 2016 y 2017. Por último, se ha elaborado un modelo econométrico de Mínimos Cuadrados Ordinarios mediante el programa Grtel donde los Ingresos de ECI actuaban como variable dependiente y el PIB de España ocupaba el papel de variable independiente.

En la siguiente imagen podemos ver el modelo mencionado:

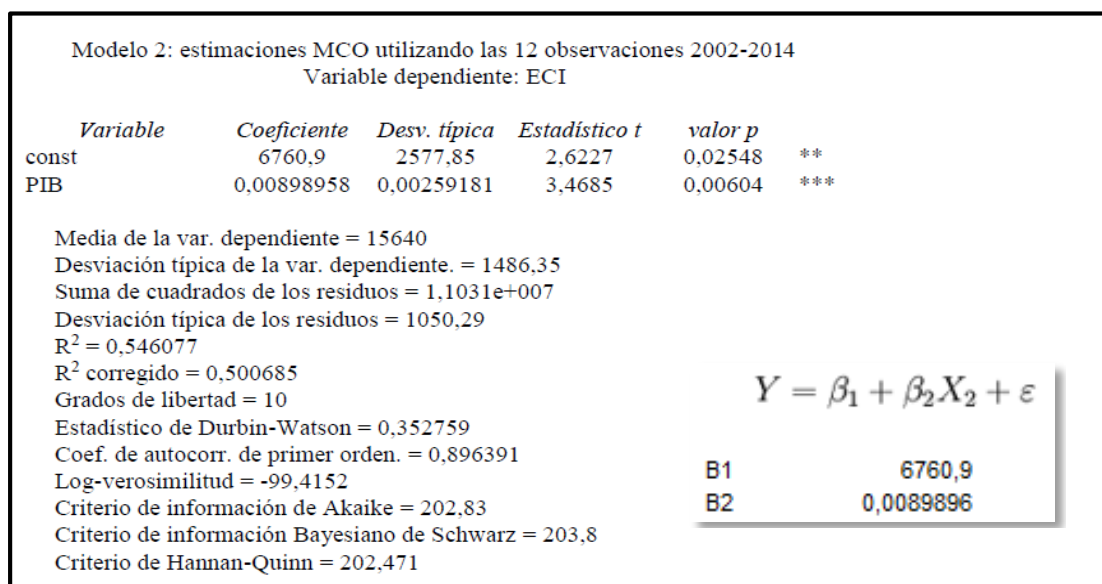


Figura 15. Modelo econométrico de ventas.

Se puede observar que el R^2 no es muy alto, pero podemos confirmar que nuestro modelo es significativo al 5 % gracias al p-valor. Además del ya mencionado 91% de correlación que hay entre la variabilidad de ambas variables.

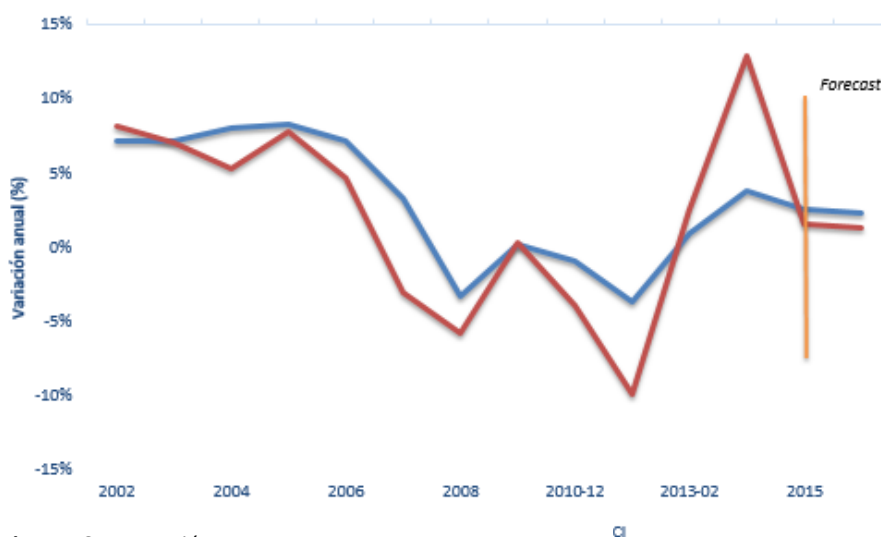


Figura 16. Proyección ventas.

Para las ventas de los 3 siguientes años se ha tomado como referencia las expectativas del grupo: un crecimiento anual de un 12 % a través de su plan de inversión.

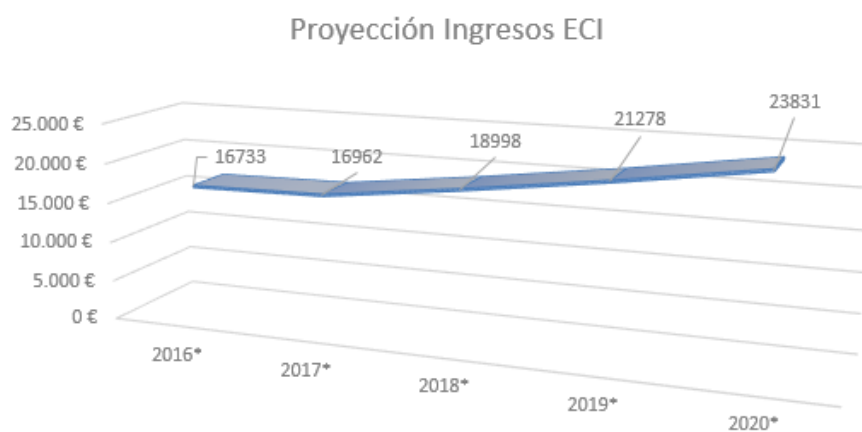


Figura 17. Proyección ventas totales.

Proyección del balance

A continuación, se explicarán los principales aspectos de las proyecciones de cada parte del balance perteneciente a nuestro modelo. Cabe mencionar antes que predecir el futuro es imposible, aunque se ha pretendido ajustar lo máximo posible a los futuros planes de El Corte Inglés:

Activo No Corriente

La partida más destacada es la de inmovilizado material total. En el modelo se puede observar en el cuadro llamado “cálculo amortización – inmovilizado material” (ver anexo) la proyección de esta partida teniendo en cuenta la desinversión de 1000 millones que realizará el grupo y un futuro plan de inversión de unos 1000 millones de euros en los siguientes años. Las inversiones a largo plazo y el inmovilizado intangible del grupo se proyectan en base a la proporción histórica con las ventas. Es decir, primero se observa la relación pasada entre inversiones a largo plazo y ventas, y se mantiene para el futuro (este tipo de hipótesis se mantendrán para otras partidas).

Activo Corriente

Para proyectar la partida deudores comerciales se ha elaborado un cuadro llamado “cálculo proveedores” (ver anexo) donde, en base a los periodos medios de pago, se han proyectado las deudas comerciales futuras. El efectivo se ha proyectado en base a la diferencia histórica (término explicado en el anterior apartado) entre deudas a corto plazo y deudores a corto plazo. Es razonable que el grupo mantenga un efectivo acorde con “lo que debe pagar y es pagado a corto plazo”. Para el resto de partidas, al igual que sucede con las inversiones a largo plazo e inmovilizado intangible, se han proyectado en base a la proporción histórica con las ventas.

Patrimonio neto

Se han proyectado los fondos propios futuros mediante el cuadro “cambios en el patrimonio neto” (ver anexo). Se ha proyectado qué parte de los resultados irán destinados a reservas teniendo en cuenta el ratio de retención pasado el cual era de un 85 %. El resto de partidas se basan en su histórico y en el porcentaje de crecimiento que se explicará posteriormente.

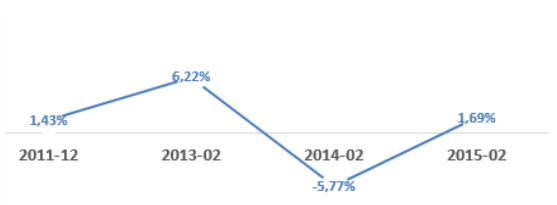


Figura 18. Variación de activos (%).

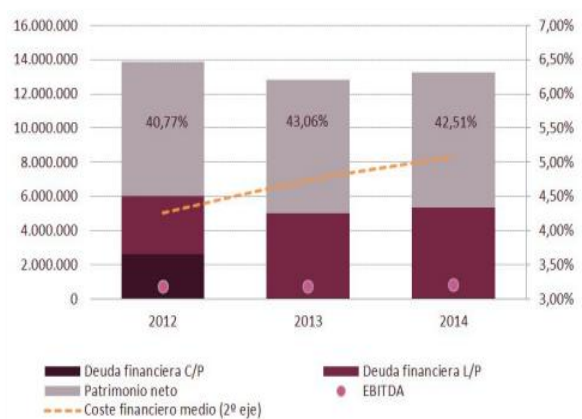


Figura 19. Estructura de deuda. Fuente: Axesor.

Ventas en grandes almacenes

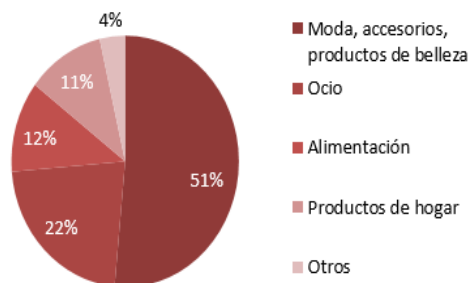


Figura 20. Venta por tipos de productos (%).

Pasivo

Las provisiones a corto plazo crecen en base al futuro gasto de salarios. Para la deuda a largo y corto plazo se ha usado el cuadro llamado “cálculo de deuda” (*ver anexo*), donde se proyecta la futura deuda asumiendo la primera amortización de deuda, y posterior plan de inversión para soportar el crecimiento del activo. La partida de acreedores comerciales se ha proyectado en base a los periodos medios de pago calculados en la tabla ya mencionada. El resto de partidas se han proyectado en base a la proporción histórica con las deudas a corto y largo plazo.

Proyección de la cuenta de resultados

Para la proyección de las ventas se ha usado un modelo econométrico para los 2 siguientes ejercicios y para los 3 siguientes se ha asumido una hipótesis. Ambos conceptos serán posteriormente explicados. Tanto ventas como prestación de servicios crecen al ritmo de las ventas.

La variación de existencia crecerá en base a las futuras existencias calculadas en el cuadro “cálculo WK” (*ver anexo*). Tanto aprovisionamientos como trabajos realizados por la empresa para su activo y otros ingresos de explotación aumentan al mismo ritmo que las ventas.

Para el gasto de personal se ha calculado el gasto que supondrá la nueva estructura de empleados para el grupo (*ver anexo*), asumiendo por otro lado que volverá a crecer en el futuro con gente más joven. La amortización ya se ha obtenido previamente en el cuadro llamado “cálculo de amortización” (*ver anexo*).

Los ingresos financieros se estiman que crecerán al ritmo de las inversiones corrientes, es decir, el activo corriente, mientras que los gastos se han proyectado en base a la futura deuda total del grupo.

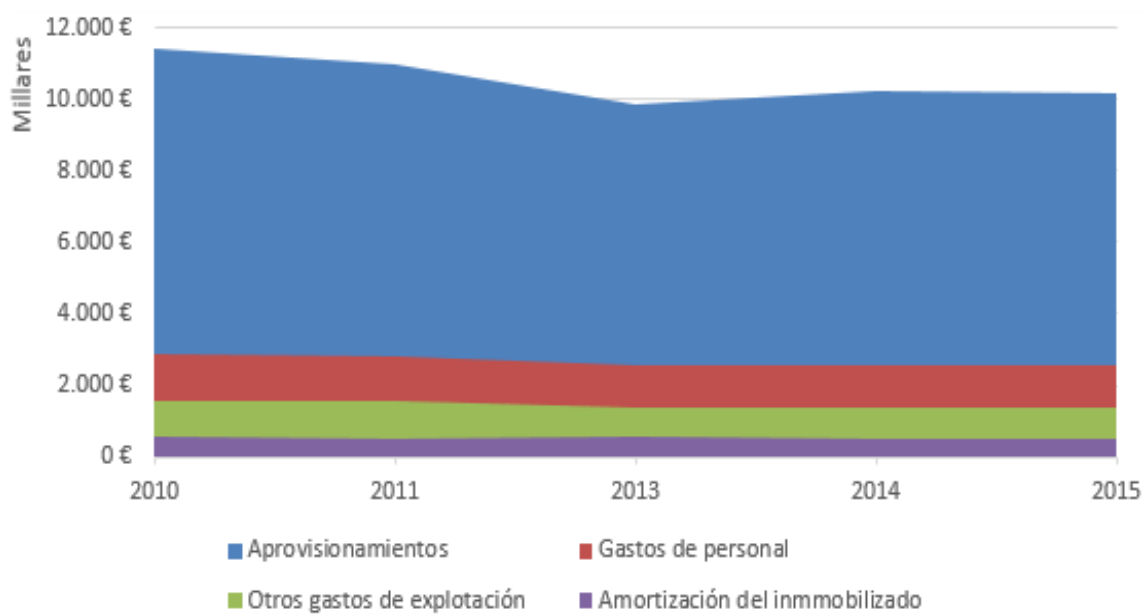


Figura 21. Distribución de gasto.

Crecimiento

Para el cálculo de la tasa de crecimiento se ha tomado como base la variación futura del crecimiento del PIB español, obteniendo así un 2,4%. Por otro lado, es conveniente estimar más tasas de crecimiento de cara a un posterior análisis de sensibilidad. Por ello, para una segunda estimación se ha escogido la siguiente fórmula:

$$\text{Sustainable Growth Rate} = \text{ROE} \times \text{Retention Ratio}$$

El ROE escogido ha sido el del año 2020, ya que se considera más apropiado utilizar datos/estructuras futuras. El valor es de 6.14 %. Por otro lado, el Ratio de Retención que deberíamos asumir, según su histórico, es de un 85 %. Además, es un porcentaje razonable en etapas de expansión (es conveniente retener los resultados para reinvertirlos). En cualquier caso, asumimos que el ratio de retención será de un 45% porque así obtenemos una tasa de crecimiento razonable (entre 2 y 3 %). Además, nuestras proyecciones son a perpetuidad y este último porcentaje es más razonable y consistente en nuestro modelo.

Cálculo g	PIB España	RRetención
ROE		6,14%
Ratio de retención		45%
Posibles g	2,4%	3%

Tasa de descuento

Tal y como se ha explicado anteriormente, la tasa de descuento que debemos usar para descontar los diferentes flujos es el WACC ya que en nuestros flujos obtenidos no hemos descontando ni la deuda ni el coste del capital propio. Para ello, debemos antes obtener el coste de capital (K_e) y el coste de deuda (K_d).

Coste de capital (K_e)

En teoría financiera, es el rendimiento que los accionistas exigen una empresa cada determinado tiempo por el hecho de haber invertido en ella. En otras palabras, es el coste de la financiación propia desde el punto de vista de la empresa. El método tradicional para calcular este coste es el llamado modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model). Este modelo se basa en la siguiente fórmula:

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

R_i = Return on Asset i

R_f = Return on Risk Free Asset

β = Covariance of Asset and the Market
Divided by Variance of the Market

R_m = Return on the Market Portfolio

Las variables usadas para el cálculo del coste de capital o cost of equity son las siguientes:

- Aplicación de la actual tasa de impuestos de sociedades en España (un 25%).
- Rentabilidad del activo libre de riesgo de un 1,5%. Se ha escogido la rentabilidad del bono español a 10 años.
- Riesgo de mercado de un 6,5%. Según Pablo Fernández, es la rentabilidad histórica del IBEX 35 sin tener en cuenta la rentabilidad por el tipo de cambio.

- Para el cálculo de las betas se ha utilizado la teoría desarrollada por Aswath Damodaran (1994): se ha escogido la beta con deuda de sus 4 competidores directos que cotizan en bolsa (Amazon, Carrefour, Inditex y Grupo Marks and Spencer). En segundo lugar, se han calculado las respectivas betas sin deuda, obteniendo una beta media sin deuda de 0,7. Por último, se ha aplicado a dicha beta el ratio de deuda de ECI para obtener la supuesta beta endeudada de ECI, siendo de un 1,4.

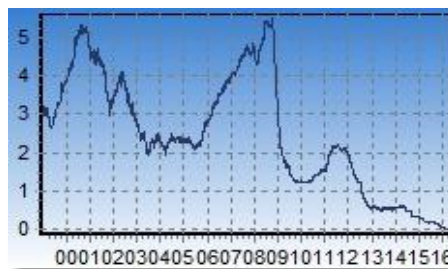


Figura 22. Histórico EURIBOR.

Cálculo de KE	
Tasa libre de riesgo ESP	1,50%
Rentabilidad de Mercado	6,50%
ECI Leverage Beta	1,41
Ke	8,53%

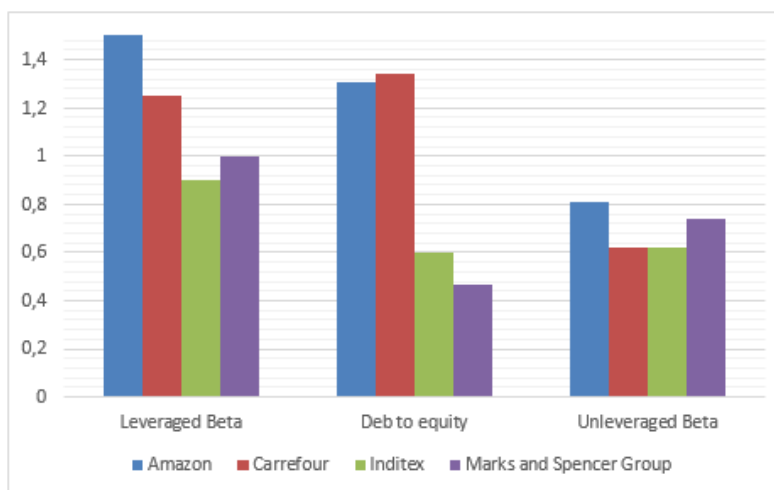


Figura 23. Betas competidores.

El coste de capital obtenido aplicando las variables anteriores es de un 8,53%.

Coste de deuda (Kd)

El coste de deuda o cost of debt se define como la tasa efectiva que una empresa paga por su deuda actual.

En el caso de El Corte Inglés, es conocida la reestructuración de deuda que llevó a cabo en 2013. En esta nueva estructura financiera, la deuda con entidades de crédito estaba soportada por un préstamo sindicado dirigido por el Banco Santander. El montante final del préstamo tiene un valor de unos 4.900 millones de euros.

Según fuentes como El Confidencial, El Economista o Expansión, el coste de este préstamo ronda el 4,1 % (400 pb + EURIBOR). Además, en nuestro modelo hemos obtenido ese mismo porcentaje dividiendo los gastos financieros entre la deuda con entidades financieras a C/P.

Taxes	25%
Kdebt	4,1%
Kequity	8,5%
WACC	5,3%
g1	2,4%
g2	3,0%

WACC

El coste medio ponderado del capital (WACC) es un cálculo de costes de una empresa de capitales en el que cada categoría de capital se pondera de forma proporcional. Todas las fuentes de capital, incluidas las acciones ordinarias, acciones preferentes, bonos y cualquier otra deuda a largo plazo, se incluyen en el cálculo de la WACC. Esta aumenta a medida que la beta y la tasa de rendimiento de capital lo hacen, lo cual denotaría una disminución en la valoración y un aumento en el riesgo. El WACC debe ser calculado en base *after-tax* para poder capturar el ahorro fiscal.

$$WACC = \frac{E}{D + E} (r_e) + \frac{D}{D + E} (r_d)(1 - t)$$

A continuación, los diferentes componentes para el cálculo del WACC:

- Coste de deuda (rd) = 4,41%
- Coste de capital (re) = 8,53%
- Ratio endeudamiento: se ha seguido la proporción futura (año 2020) de endeudamiento de ECI.
- Impuestos actuales de sociedades = 25%

El valor obtenido de la WACC aplicando las variables explicadas es de un 5,3 %.

Capitalización bursátil o de mercado

Tal y como hemos explicado anteriormente, debemos de obtener la cantidad de dinero que estarían dispuestos a pagar los inversores externos por El Corte Inglés, es decir, su capitalización bursátil o de mercado. Para llegar a este valor debemos antes obtener antes el valor de todos sus flujos de caja y valor residual actualizados.

Como bien se ha mencionado, se han calculado tanto los respectivos flujos de caja como el valor residual siguiendo el llamado metodo “Free Cash Flow to Firm (FCFF)”, que es una medida de rendimiento financiero, que expresa la cantidad neta de dinero en efectivo que se genera para una empresa después de los gastos, impuestos y cambios en el capital de trabajo neto y las inversiones se deducen. Representa la caja disponible para pagar a los financiadores del activo neto, es decir, a los accionistas y a la Deuda:

$$E_0 + D_0 = VA_0 [E_0\{FCF_t\}; WACC]$$

La fórmula indica que el valor de deuda (D) más el de las acciones (E) es el valor actual de los free cash flows (FCF) esperados que generará la empresa, descontados al coste ponderado de los recursos, después de impuestos (WACC). A continuación, los respectivos Flujos de Caja de cada periodo:

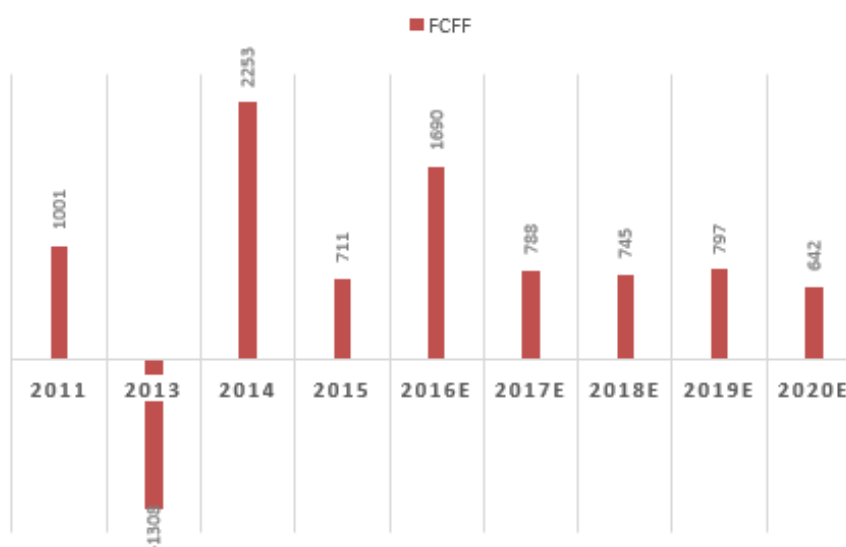


Figura 24. Proyección de los flujos de caja.

Para obtener el valor residual se ha asumido que el último año el **valor del CAPEX será igual a la amortización** para mantener así el crecimiento del balance constante. Además, se ha calculado con el primer porcentaje de crecimiento calculado (en base al PIB) de un 2,4 % El valor residual obtenido ha sido de unos 21.000 millones.

El siguiente paso es actualizar tanto los flujos de caja como el valor residual para así obtener el valor de la compañía o “Enterprise Value”, descontándolos con la tasa del WACC. El valor actualizado de los flujos es de unos 20.200 millones de euros. Tal y como se ha explicado anteriormente, el objetivo es obtener la capitalización bursátil para saber cuánto estarían dispuesto a pagar los accionistas por la compañía. Para ello se debe descontar la deuda total al valor actualizado de los flujos y valor residual (valor de la compañía).

Para nuestra valoración, no se puede estimar el valor de mercado exactamente, por ello, se ha realizado un análisis de sensibilidad (Figura 25). El objetivo es obtener el promedio de los diferentes valores (capitalización bursátil) dentro de los escenarios más probables, en nuestro caso, aquellos escenarios con las tasas de crecimiento estimadas en el apartado anterior (2,5 % y 3 %) y nuestro WACC calculado con una pequeña variación positiva y negativa. El valor promedio obtenido ha sido de 10.053 millones de euros.

Obteniendo así una valoración de equity de **10.053.930 millones de euros**.

		GROWTH			Promedio
		2,50%	2,75%	3%	
WACC	4,81%	11.854.698 €	14.458.721 €	17.780.500 €	14.697.973,01 €
	5,31%	7.665.295 €	9.356.547 €	11.413.239 €	9.478.360,56 €
	5,81%	4.736.433 €	5.915.615 €	7.304.319 €	5.985.455,68 €
					10.053.929,75 €

Figura 25. Análisis de sensibilidad.

Precio de la acción

Con el valor del equity definido, el siguiente paso es calcular cuantas acciones incluir dentro de la Oferta Pública de Venta. En el siguiente cuadro se puede observar cuantas acciones existen dentro de la compañía, de qué tipos, y cuantas están en autocartera:

Número de acciones	
Acciones del tipo A a 6 euros	64.000.000
Acciones del tipo B a 60 euros	1.700.000
Acciones de autocartera	9.200.000
Total acciones OPV	54.800.000

Tal y como muestra el cuadro, el total de acciones ordinarias (tipo A) disponibles para la OPVE es de 54.800.000. Por tanto, el valor de la acción será de 183 euros.

Se considera que 183 euros es una cifra demasiado elevada teniendo en cuenta las características del mercado, por ello se llevará a cabo un Split, es decir, dividir el valor de mercado por un número mayor para reducir el precio de la acción, incrementando así su liquidez. Multiplicando el número de acciones por 10, el precio de la acción sería de **18,3 euros/acción**. Siendo así más adecuado para el IBEX 35.

Comparables

La comparación mediante múltiplos consiste en valorar una compañía o determinar si está sobrevalorada-infravalorada comparándola con la de una firma rival, o al menos aquellos rivales que operan negocios similares.

En el caso de El Corte Inglés, se ha realizado una comparación con el siguiente conjunto de empresas:

- Dentro de la compra online: Amazon, Ebay y Alibaba.
- En el sector de supermercados-centros comerciales: Supermercado DIA, Carrefour, Tesco y Marks and Spencer.
- Mercado textil: H&M e Inditex.

Cabe mencionar que la más significativa es la comparación con el grupo Marks and Spencer ya que comparten modelo de negocio.

Price/Earning Per Share

La relación “precio- beneficio / acción” indica la cantidad de dinero que un inversor puede esperar para invertir en una empresa con el fin de recibir un dólar de las ganancias de esa empresa.

EV/EBITDA

Este ratio sirve para comparar el valor de una empresa con sus ingresos brutos antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, para determinar si la empresa dispone de mayor o menor valor que el directamente relacionado con los recursos generados. Cuanto menor sea la relación, significará menos valor de la empresa, no valoración por parte del mercado, o bien puede estar descontando algún riesgo.

EV/Ventas

Este ratio compara el valor total de la compañía (medido por el valor de la empresa) con sus ventas.

Company Name	Price / EPS	EV/EBITDA	EV/Sales
EL CORTE INGLÉS	39,944	22,125	1,23
<i>Compra online</i>			
Amazon	131,51	18,58	2,22
eBay	12,97	7,02	2,78
Alibaba Group	24,62	17,49	8,10
<i>Supermercados-C.Comercial</i>			
Supermercado DIA	13,02	6,83	0,47
Carrefour SA	15,51	5,84	0,30
Tesco PLC	24,77	6,83	0,30
Marks and Spencer Group	11,94	6,06	0,74
<i>Mercado textil</i>			
H & M	21,07	10,14	1,77
INDITEX	29,48	16,49	3,72

4- CONCLUSIÓN

En relación al objetivo principal de este proyecto, el verdadero valor de El Corte Inglés, se ha llegado a la conclusión de que un posible valor que podría ser asignado al grupo es de unos 10.000 millones de euros. Acorde con la valoración de nuestro proyecto, en la disputa entre Areces y la junta de accionista de El Corte Inglés, serían los segundos los ganadores.

Dicho esto, se debe tener en cuenta que la valoración realizada en este proyecto de 10.000 millones está enfocada a una próxima OPV de El Corte Inglés, y que no incluye un factor tan importante como es la posible internacionalización del grupo y motivo por el cual la compañía va a cotizar en bolsa. Es decir, en nuestro proyecto hemos asumido que el grupo va a realizar una fuerte inversión (plan de inversión a 2020), y como futuros ingresos hemos estipulado que serán de un 12 %, pero ese porcentaje puede ser mucho mayor, de hecho, si lo elevamos hasta un 18 %, el valor de la compañía rondaría los 15.000 millones de euros. Además, teniendo en cuenta la actitud y predisposición que está teniendo la empresa en relación a su expansión (reestructuración de deuda, cambio en el modelo de negocio, intención de una salida a bolsa, etc.). Por otra parte, el resto de variables como el coste de deuda, coste de capital, etc... han sido calculados suponiendo que la empresa no se expandirá, pero las condiciones en otro país pueden ser incluso mejores.

En definitiva, a pesar de obtener en nuestra valoración que El Corte Inglés tiene una capitalización de mercado de unos 10.500 euros, debemos concluir que la valoración realizada por Neila Capital se adecua más a las expectativas del grupo debido, básicamente, a que los flujos esperados serán mayores por la más que probable internacionalización del grupo tras su salida a bolsa.

Para finalizar, siguiendo estrictamente la valoración realizada en este proyecto, en una supuesta OPV de El Corte Inglés, el precio de la acción, aplicando un Split, rondaría los 18,3 euros. Comparándola mediante múltiplos con el resto de empresas, y poniendo especial atención al grupo Marks and Spencer debido a sus similitudes, se observa que estaría sobrevalorada y no se debería comprar.

5- BIBLIOGRAFÍA

▪ MATERIAL DOCENTE:

- Molina Huertas, Juan. “Análisis Financiero y Gestión Financiera”. Universidad Pontificia de Comillas. Máster en Finanzas 2015/2016.
- Budría, Santiago. “Estadística y Econometría para las Finanzas”. Universidad Pontificia de Comillas. Máster en Finanzas 2015/2016.
- Garayalde Niño, María Luisa. “Finanzas Corporativas”. Universidad Pontificia de Comillas. Máster en Finanzas 2015/2016.

▪ ARTICULO DE PERIÓDICO ONLINE:

- (01/03/2016). El Corte Inglés pone en venta 200 inmuebles por 1.000 millones de euros. Periódico El Mundo. Recuperado de: <http://www.elmundo.es/economia/2016/03/01/56d57271ca474152668b4598.html>
- Agustín Marco (13/07/2015). Qatar tomará un 10% de El Corte Inglés vinculado a la posterior salida a bolsa. Periódico El Confidencial. Recuperado de: http://www.elconfidencial.com/empresas/2015-07-13/qatar-compra-un-10-de-el-corte-ingles-para-vestirlo-de-cara-a-la-bolsa_926173/
- JMCárdenas (03/05/2016). El Corte Inglés acepta 1.340 peticiones de bajas de sus empleados. Periódico La Expansión. Recuperado de:
<http://www.expansion.com/empresas/distribucion/2016/05/03/5728d0bde5fdea9a668b4639.html>
- NICOLÁS M. SARRIÉS. (16.09.2014). Los futuros retos de El Corte Inglés: entre Internet, la salida a Bolsa y la internacionalización. Periódico 20 minutos. Recuperado de:
<http://www.20minutos.es/noticia/2239686/0/corte-ingles/retos-futuro/internacionalizacion-salida-bolsa/#xtor=AD-15&xts=467263>
- (22/09/2015). Ceslar sitúa el valor de El Corte Inglés entre 14.800 y 16.400 millones. Periódico El País. Recuperado de:
http://economia.elpais.com/economia/2015/09/22/actualidad/1442942172_446977.html
- (09/02/2016). El saldo de pagarés de El Corte Inglés alcanza los 100 millones. Periódico La Expansión. Recuperado de:
<http://www.expansion.com/empresas/distribucion/2016/02/09/56b9d33546163f463e8b4663.html>

▪ INFORMES:

- Estados financieros El Corte Inglés. Informes anuales corporativos de El Corte Inglés. Años 2010, 2011, 2012, 2013 y 2015.

▪ ARTÍCULO CIENTÍFICO:

- Fernández, Pablo (2008). Métodos de valoración de empresa. IESE Business School – Universidad de Navarra.

ANEXOS

Estimaciones de ventas-PIB

forecast por Statista y FMI

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010-12	2011-12	2013-02	2014-02	2015	2016*	2017*	2018*	2019*	2020*
PIB España (mill I)	749288	803472	861420	930566	1007974	1080807	1116207	1079034	1080913	1070413	1031272	1041160	1081190	1109301	1134815	1157511	1179504	1199555
Var. % PIB España		7,23%	7,21%	8,03%	8,32%	7,23%	3,28%	-3,33%	0,17%	-0,97%	-3,66%	0,96%	3,84%	2,6%	2,3%	2%	1,9%	1,7%
Ingr. ECI	13000	14056	15049	15855	17093	17898	17362	16364	16413	15777	14221	14592	16480	16733	16962	18998	21278	23831
Var. % Ingr. ECI		8,12%	7,06%	5,36%	7,81%	4,71%	-2,99%	-5,75%	0,30%	-3,87%	-9,86%	2,61%	12,94%	1,53%	1,37%	12,00%	12,00%	12,00%

Balance de situación

En miles de euros	2010-12	2011-12	2013-02	2014-02	2015-02	2016-02E	2017-02E	2018-02E	2019-02E	2020-02E
Activo no corriente										
Immovilizado intangible	465.555	513.016	495.235	508.538	520.779	542.665	550.103	616.116	690.050	772.856
Immovilizado material total	10.739.491	10.747.731	13.085.246	12.936.341	12.878.083	11.878.083	11.878.083	12.128.083	12.378.083	12.933.698
Inversiones en empresa del grupo y asociadas a L/P	658.486	638.541	44.880	27.735	24.001	20.770	17.973	15.554	13.460	11.648
Inversiones financieras a L/P	1.131.914	1.037.799	1.231.527	1.282.903	1.340.641	1.307.196	1.325.114	1.484.127	1.662.222	1.861.689
Activos por impuesto diferidos	64.956	388.177	536.763	894.678	862.249	875.471	887.471	993.967	1.113.243	1.246.832
Total activos no corrientes	13.060.402	13.325.264	15.393.651	15.650.195	15.625.753	14.624.184	14.658.744	15.237.847	15.857.058	16.826.723
Activos corrientes										
Existencias	2.332.804	2.251.376	1.595.674	1.636.306	1.788.351	2.479.033	2.513.013	2.814.574	3.152.323	3.530.602
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	2.264.102	2.257.327	2.054.106	758.084	827.721	854.864	866.581	970.571	1.087.039	1.217.484
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a C/P		293	43	2.590	5.143	546.676	554.169	620.669	695.150	778.568
Inversiones financieras a C/P	156.926	152.024	186.451	81.435	153.356	154.419	148.438	133.794	137.283	155.048
Periodificaciones a C/P	26.641	26.042	-	-	-	-	-	-	-	-
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	106.182	191.598	103.067	86.879	125.777	81.557	82.845	93.044	104.499	117.026
Activos por impuestos corrientes			3.025	4.157	1.605	1.813	1.840	1.866	2.090	2.340
Total activos corrientes	4.886.655	4.878.660	3.942.366	2.569.451	2.901.953	4.118.361	4.165.047	4.632.652	5.176.294	5.798.728
Total activos	17.947.057	18.203.924	19.336.017	18.219.646	18.527.706	18.742.545	18.823.791	19.870.499	21.033.352	22.625.451

En miles de euros	2010-12	2011-12	2013-02	2014-02	2015-02	2016-02E	2017-02E	2018-02E	2019-02E	2020-02E
Patrimonio neto										
FONDOS PROPIOS	8040734	7450228	7873035	7866135	7878588	8031257	8517190	8791383	8969102	9350046
Capital	486864	486864	486864	486864	486864	486864	486864	486864	486864	486864
Reservas	7517715	7068853	8200393	8234730	8340623	8470191	8768944	9116413	9453607	9885894
Resultado del ejercicio	319316	210190	163177	172361	115269	154689	356677	414837	402570	516100
Acciones y participaciones en patrimonio propias	-283161	-315679	-977399	-1027820	-1064168	-1080486	-1095296	-1226731	-1373939	-1538812
DIFERENCIAS DE CONVERSIÓN	-	-	5746	2260	3753	3920	3920	3920	3920	3920
AJUSTES POR CAMBIO DE VALOR	-48484	-43631	-12528	-40665	-26731	-34408	-34408	-34408	-34408	-34408
INTERESES MINORITARIOS	17410	15752	16489	17670	19690	19992	20266	22698	25422	28472
Total patrimonio neto	8009660	7422349	7882742	7845400	7875300	8020761	8506968	8783592	8964036	9348030
Pasivo no corriente										
Provisiones a L/P	618642	727731	913608	947476	895569	1661469	1215875	1119930	1218679	1147243
Deudas a L/P	3336827	3600884	3382613	4904597	5285660	4132406	4034271	4284271	4534271	5089886
Proveedores inmovilizado L/P	16536	32138	19983	61679	117823	48135	264512	274962	286135	303633
Deudas con empresas del grupo y asociadas a L/P	3588	102639	113346	73850	63843	74568	72797	77308	81819	91845
Pasivos por impuesto diferido	225087	247496	958649	1124135	947008	961529	974709	1091674	1222675	1369396
Periodificaciones a L/P	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total pasivo no corriente	4200680	4710888	5388199	7111737	7309903	6878107	6562164	6848145	7343579	8002002
Pasivo corriente										
Provisiones corrientes	4071	13085	3026	353	789	4265	4265	4265	4265	4265
Deudas a C/P	2080627	2304299	2619288	94463	71698	61630	61630	63505	65380	69547
Proveedores inmovilizado C/P	269570	152196	189931	151763	116866	123570	123570	126170	128771	134551
Deudas con empresas del grupo y asociadas a C/P	120475	209735	332046	42168	69774	45040	43970	46695	49420	55475
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	3225787	3357581	2888914	2962592	3068668	3594241	3506087	3981174	4458915	4993985
Periodificaciones a C/P	43187	35791	31671	11174	14706	14931	15136	16953	18987	21265
Total pasivo corriente	5743717	6072687	6064876	3262513	3342501	3843677	3754658	4238762	4725738	5279089
Total pasivo	9944397	10783575	11453075	10374250	10652404	10721784	10316823	11086907	12069317	13281091
Total pasivo y fondos propios	17954057	18205924	19335817	18219650	18527704	18742545	18823790	19870499	21033352	22629121

Cuenta de resultados

En miles de euros	2010-12	2011-12	2013-02	2014-02	2015-02	2016-02E	2017-02E	2018-02E	2019-02E	2020-02E
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN										
Importe neto de la cifra de negocios	16413415	15.777.745	14.221.163	14.592.029	16.480.344	16.733.050	16.962.409	18.997.898	21.277.646	23.830.963
Ventas	13463451	12.721.989	11.366.688	11.637.884	13.280.795	13.484.439	13.669.270	15.309.583	17.146.733	19.204.340
Prestación de servicios	2949964	3.055.756	2.854.475	2.954.145	3.199.549	3.248.610	3.293.139	3.688.315	4.130.913	4.626.623
Variación de existencias de productos terminado sy en curso	-842	-215	136	-472	-270	-295	-409	-414	-464	-520
Trabajos realizados por la empresa para su activo y aprovisionamiento	210295	199.661	149.496	163.528	194.410	197.391	200.097	224.108	251.001	281.121
Aprovisionamientos	-11397244	-11.011.105	-9.876.707	-10.226.009	-11.485.053	-11.661.162	-11.821.002	-13.239.522	-14.828.265	-16.607.656
Otros ingresos de explotación	238609	233.849	183.055	198.983	230.178	233.708	236.911	265.340	297.181	332.843
Gastos de personal	-2884305	-2.805.344	-2.567.543	-2.556.065	-2.922.149	-2.896.581	-2.896.581	-3.368.540	-3.772.765	-4.225.497
Otros gastos de explotación	-1562270	-1.568.265	-1.388.189	-1.345.601	-1.583.798	-1.608.083	-1.630.125	-1.825.740	-2.044.829	-2.290.209
Amortización del inmovilizado	-548835	-505.329	-542.926	-516.612	-578.059	-533.172	-533.172	-544.393	-555.615	-555.615
Imputación de subvenciones inm. No financiero y otras	-	-	124	-	-	-	-	-	-	-
Excesos de provisiones, deterioro y resultado por enajenaciones del inm.	-25135	7.205	7.573	-14.073	-6.997	-	-	-	-	-
TOTAL RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	443688	328.202	186.182	295.708	328.876	464.855	518.128	508.737	623.890	765.431
RESULTADO DE FINANCIERO										
Ingresos financieros	113519	109.994	29.503	32.240	47.742	67.755	68.523	76.216	85.160	95.400
Gastos financieros	-197036	-243.504	-303.914	-341.924	-223.950	-175.932	-171.814	-182.382	-192.950	-216.436
Variación del valor razonable en instrumentos financieros	48809	-1.876	12.723	5.489	-	-	-	-	-	-
Resultado de sociedades integradas por el método de la participación	-	-	-2.517	24.447	-	-	-	-	-	-
Diferencias de cambio	2360	-830	430	3.182	-	-	-	-	-	-
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	306	-1.880	92.570	-4.334	-	-	-	-	-	-
TOTAL RESULTADO FINANCIERO	-32042	-138.096	-171.205	-280.900	-176.207	-108.178	-103.291	-106.166	-107.790	-121.037
Resultados de sociedades puestas en equivalencia	1790	1.209	-	-	-	-	-	-	-	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	413436	191.315	14.977	14.808	152.669	356.677	414.837	402.570	516.100	644.395
Impuestos sobre sociedades	-94029	18.672	126.512	103.270	-	-	-	-	-	-
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUADAS	-	-	32.860	-	-	-	-	-	-	-
RESULTADO DE OPERACIONES DESPUÉS DE OPERACIONES DISCONTINUADAS	413436	191.315	141.489	118.078	152.669	356.677	414.837	402.570	516.100	644.395
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	319407	209.987	174.349	118.078	152.669	356.677	414.837	402.570	516.100	644.395
Resultado atribuido a intereses minoritarios	-91	203	-1.988	-2.809	2.020	-	-	-	-	-
RESULTADO ATRIBUIDO A LA SOCIEDAD DOMINANTE	319316	210.190	172.361	115.269	154.689	356.677	414.837	402.570	516.100	644.395

Cálculo amortización – Inmovilizado material - proveedores

Cálculo amortización - Inmovilizado Material	2010-12	2011-12	2013-02	2014-02	2015-02	2016-02E	2017-02E	2018-02E	2019-02E	2020-02E
CAPEX		-35266	2375112	-175219	3189	-1000000	0	250000	250000	555615
Amortización	-548835	-505329	-542926	-516612	-578059	-533172	-533172	-544393	-555615	-555615
Inmovilizado material	10739491	10747731	13085246	12936341	12878083	11878083	11878083	12128083	12378083	12933698
%	-5,11%	-4,70%	-4,15%	-3,99%	-4,49%					
Promedio			-4,5%							
Cálculo proveedores	2010-12	2011-12	2013-02	2014-02	2015-02	2016-02E	2017-02E	2018-02E	2019-02E	2020-02E
PMC	68	52	53	19	18	19	19	19	19	19
PMV		78	78	74	67	75	75	75	75	75
Promedio PMC					19					
Promedio PMV					74					

Compras

15696317 13565461 14632661 16632389 17423731 16996389 19299460 21615395 24209242

Cálculo deuda

Cálculo Deuda	2014	2015-02	2016-02E	2017-02E	2018-02E	2019-02E	2020-02E
Saldo vivo préstamo sindicado	3288264	2963351	1963351	1963351	2103511	2243671	2555171
Obligaciones	1402076	2046188	1953179	1860171	1956951	2053731	2268821
<i>Vencen en 22 años</i>		<i>56%</i>	<i>38%</i>				
Otros	214255	276121	215875	210749	223809	236869	265894
		<i>8,000%</i>	<i>6%</i>				
Deuda LIP	4904595	5285660	4132406	4034271	4284271	4534271	5089886
Arrendamientos	4661	28053	25875	25875	26419	26964	28174
Corriente préstamo	49918	8936	5920	5920	6343	6766	7705
Otros pasivos	39884	34709	29835	29835	30743	31651	33668
		<i>0,22%</i>	<i>0,30%</i>				
Deuda CIP	94463	71698	61630	61630	63505	65380	69547
		<i>94%</i>					
Deuda Total	4999058	5357358	4194036	4095901	4347776	4599651	5159433
Pago deuda		-358300	1163322	98135	-251875	-251875	-559782
RATIO DEUDA	5,86	4,20	3,90	4,13	3,90	3,91	

Cálculo gasto de personal

Forecast Gasto de personal	2015-02	2016-02E	2017-02E	2018-02E	2019-02E	2020-02E
Gasto de personal	-2922149	-2896581	-2896581	-3368540	-3772765	-4225497
Nº empleados	80000	78000				
Gasto/empleado	-37	-37				
Empleados retirados		2000				
Gasto/empleados retirados		-24				

Flujos de caja (Free Cash Flow to Firm)

FCFF	2010-12	2011-12	2013-02	2014-02	2015-02	2016-02E	2017-02E	2018-02E	2019-02E	2020-02E
<i>En miles de euros</i>										
EBITDA	1017658	826326	721411	826393	913661	998027	1051300	1053130	1179506	1321046
Amortización	548835	505329	542926	516612	578059	533172	533172	544393	555615	555615
EBIT	468823	320997	178485	309781	335603	464855	518128	508737	623890	765431
Impuestos	117206	80249	44621	77445	83901	116214	129532	127184	155973	191358
Net Income	351617	240748	133864	232336	251702	348641	388596	381552	467918	574073
Amortización	548835	505329	542926	516612	578059	533172	533172	544393	555615	555615
Incram. WK	-	-219997	-390256	-1329068	115606	192251	133852	-69536	-23523	-26346
CAPEX	-	-35266	2375112	-175219	3189	-1000000	0	250000	250000	555615
FCFF	1.001.340	-1.308.066	2.253.235	710.966	1.689.562	787.916	745.482	797.056	600.420	
Terminal Value										20.936.875

Cálculo WK - CAPEX

WK	2010-12	2011-12	2013-02	2014-02	2015-02	2016-02E	2017-02E	2018-02E	2019-02E	2020-02E
Existencias	2332804	2251376	1595674	1636306	1788351	2479033	2513013	2814574	3152323	3530602
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	2264102	2257327	2054106	758084	827721	854864	866581	970571	1087039	1217484
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	3225787	3357581	2888914	2962592	3068668	3594241	3506087	3981174	4458915	4993985
WK	1371119	1151122	760866	-568202	-452596	-260345	-126493	-196029	-219553	-245899
Var. WK		-219997	-390256	-1329068	115606	192251	133852	-69536	-23523	-26346

Proyección CAPEX	2011-12	2013-02	2014-02	2015	2016*	2017*	2018*	2019*	2020*
Ingr. ECI	15777	14221	14592	16480	16733	16962	17166	17364	17544
Var. % Ingr. ECI	-3,87%	-9,86%	2,61%	12,94%	1,53%	1,37%	1,20%	1,15%	1,04%
CAPEX	-35266	2375112	-175219	3189	-1000000	0	250000	250000	500000

	Total	Año
Plan de inversión hasta 2020	1000000	250000