



Icade Business School

Salida a Bolsa de El Corte Inglés

Autor: Luis Pastor Aránguez

Director: Jesús Reglero Sánchez

Madrid

Julio de 2016

Índice

1. Resumen y Abstract	3
2. Objetivo del Trabajo y Metodología	4
3. Análisis del Sector	5
3.1. Poder Adquisitivo en Europa.....	5
3.2. Volumen de Negocio en el Sector Retail, 2015	6
3.3. Estimación del Volumen de Negocio en el 2016	7
3.4. Porcentaje del consumo privado al sectorRetail.....	8
3.5. Tendencias de los precios al consumidor, 2015-2016.....	9
3.6. Dimensión en la superficie de ventas	10
3.7. Productividad en la superficie de Ventas, 2015	11
4. GRUPO EL CORTE INGLÉS	12
4.1. Puntos Fuertes:.....	14
4.2. Puntos débiles:.....	15
4.3. Política apoyo a filiales:.....	15
4.4. Centros ECI:.....	15
4.5. HIPERCOR:.....	16
4.6. VIAJES ECI:.....	17
4.7. SEGUROS:	17
4.8. INFORMÁTICA ECI:	17
4.9. OTROS FORMATOS:	18
4.10. FINANCIERA ECI:	18
4.12. ESTRATEGIA:.....	20
5. Métodos de Valoración:.....	21
6. Análisis Financiero de El Corte Inglés:.....	25
6.1. Análisis Vertical.....	25
6.2. Ratios:	28
7. Proceso de Valoración de EL CORTE INGLES:	32
1. Obtención de las Cuentas Anuales:.....	32
2. Proyección de las Cuentas Anuales:	32
3. Taxes	36
4. Variación del NOF.....	36
5. CAPEX.....	36
6. WACC	37
7. Flujo de caja libre y Valor de la Empresa	38
8. Proceso de Salida a bolsa	40
Fases del proceso:	42
9. Conclusión	45
Bibliografía	49
Anexos.....	50

1. Resumen y Abstract

El trabajo pretende analizar la posible conveniencia de la salida a Bolsa de El Corte Inglés. Se hará un examen exhaustivo de El Corte Inglés, partiendo de análisis generales para llegar a conclusiones más concretas o particulares.

Empezaremos con un análisis del Sector Retail, que es el de la empresa objeto de estudio. Analizaremos las claves de este sector, cómo va a ser su evolución en el futuro y la clave económica principal que lo afecta, el poder adquisitivo.

Posteriormente analizaremos El Corte Inglés, todas sus secciones, y lo que es fundamental en este trabajo, su situación económico-financiera.

Una vez finalizado este análisis, se procederá a la elección del método de valoración idóneo para esta empresa, con lo cual, se obtendremos su valor.

Finalmente, se analizará el proceso de su posible salida a Bolsa, y se valorará si es lo idóneo para esta compañía, y, si así lo fuere, se procederá a dar ciertas recomendaciones para su éxito en esta decisión.

Abstract

The project aims to analyze whether or not convenient to the El Corte Inglés to go public (to the sstock exchange). A comprehensive review of El Corte Inglés, from the general to the specific is done .

We begin with an analysis of the Retail Sector , which is the company under study . We discuss the keys to this sector , as will be its evolution in the future and the main economic matters affecting the sector : The purchasing power .

Then we analyze the El Corte Inglés , all its sections and what is most important for this project, its economic and financial situation. Once this analysis will proceed to the selection of appropriate valuation method for company with which its value will be obtained.

Finally the process of going public will be analyzed and assessed whether it ideal for this company, and if it were so , would proceed to give some recommendations.

2. Objetivo del Trabajo y Metodología

El Corte Inglés es una de las mayores empresas de distribución en la historia de España, y desde ya hace unos años, se ha planteado la idea de su posible salida a Bolsa. Si se confirmara este supuesto, sería una de las noticias empresariales y económicas del año, por su importancia (tanto por el valor de El Corte Inglés, como por las expectativas que generaría esta operación, no solo en nuestro país, sino en el resto de los países de la Unión Europea).

Uno de los primeros aspectos a considerar en mi TFM será la posible conveniencia de la salida a Bolsa del grupo y el análisis de las ventajas e inconvenientes de esta operación.

Otro de los aspectos a evaluar es el diseño de la salida a Bolsa de la compañía, considerando la tipología de la misma y la elección del mercado en el que se podría llevar a cabo la cotización.

A continuación, analizaré la realización de la salida a Bolsa con todas sus implicaciones: requisitos, solicitudes a la CNMV, organismos y entidades que participarán en el proceso, plazos, distribución del accionariado, etc.

Por lo expuesto, el objetivo de este trabajo no es una simple valoración de esta empresa, sino la pretensión de avanzar en la propuesta de su salida a Bolsa. Por ello haremos un análisis exhaustivo de cuál será el método de valoración idóneo, (Descuentos de Flujos de Caja, Múltiplos o Comparables).

Después de esta tarea, procederemos a analizar la compañía, siguiendo alguno de los métodos de valoración vistos previamente. A continuación, fijaremos un precio

para su salida a Bolsa. Aquí tendremos en cuenta las expectativas del mercado en la situación actual en nuestro país, para determinar si su precio se puede fijar por encima de su valor.

Para concluir mi TFM, pretendo llegar a la fundamentación de si esta posible salida a Bolsa es conveniente para la empresa , y, si así fuere, qué metodologías serían las óptimas para llevarla a cabo. Por último, analizaré la transformación de la empresa tras esta operación.

3. Análisis del Sector

Antes de analizar la empresa, es conveniente analizar su entorno, para ver cómo son las perspectivas futuras, por dónde se mueve...

Para esto, he analizado las características básicas del sector de El Corte Inglés: El sector Retail. No solo se ha analizado el sector como tal, sino también las claves económicas del mismo, cómo es el poder adquisitivo, variable fundamental en la determinación de las ventas.

3.1. Poder Adquisitivo en Europa

En Europa, en el año 2015, la economía creció y, en la mayoría de los países se redujo el desempleo, por lo tanto, hay que considerar que este fue un buen año para los consumidores. Lo anterior viene reflejado por el poder adquisitivo de las familias, que aumentó un 3,7% si lo comparamos con el año precedente. Esto proporcionó a cada ciudadano de los países de la Unión Europea una media de 15.948 € para consumo, alquiler de vivienda, pago de hipoteca y contribuciones a planes de pensiones.

Dos factores importantes que han proporcionado más renta disponible a los consumidores han sido los bajos precios del petróleo y la inflación cercana a cero. Sin embargo, los factores anteriores no tuvieron su efecto sobre todos los consumidores europeos; así, en los países de Europa del Este, cuyos ciudadanos

poseen un poder adquisitivo más bajo, los gastos descendieron el pasado año; Grecia y Portugal se mantuvieron un año más en el último puesto respecto del consumo a finales del año 2015. Para que el consumo vuelva a aumentar, los individuos deben considerar como una certeza que sus necesidades básicas están totalmente cubiertas.

Sin embargo, los países del norte y del oeste de Europa tienen más predisposición a comprar, ya que gozan de un mayor poder adquisitivo y sus necesidades básicas están totalmente cubiertas. Por otro lado, la disponibilidad de dinero en efectivo es mayor, lo cual estimula la tendencia al consumo. Hay una notable diferencia del poder de compra de los países del norte u oeste de Europa si los comparamos con los países de sur y del este. La diferencia es tan notable, que, si tomamos como ejemplo Luxemburgo, cuya renta media per cápita es de 28.775 € y lo comparamos con Bulgaria, que posee tan solo una novena parte, 3.143 €, observaremos las divergencias tan notables dentro de un mismo continente.. Pero, además, esta situación también se manifiesta dentro de los propios países; así, en Italia, se observa una zona de gran riqueza en Lombardía, al norte del país, con un poder adquisitivo de 19.389€, frente a Sicilia, en el sur, cuya renta per cápita es tan solo de 11.446€. Aun así los países que tiene menor poder adquisitivo están continuamente avanzando, por lo que es de esperar que las diferencias se acorten.

3.2. Volumen de Negocio en el Sector Retail, 2015

En los países de la UE la facturación de las ventas en retail físico aumentó un 3%, por lo que se puede considerar que 2015 fue un buen año en este aspecto.

Dos factores han influido en esta situación. Por un lado, tenemos el aumento en los precios de los bienes de consumo, aunque esto no haya tenido repercusión en la inflación general por el descenso del precio de la energía. Por otro lado, en los países más avanzados y con mayor madurez de mercado, el comercio electrónico se redujo y un alto porcentaje del poder de adquisición de bienes se dirigió al retail físico. Las ventas en tienda, crecieron en numerosos países como Rumanía (+4,9%), Hungría (+4,7%) y países bálticos como Estonia (+5,2%)

Las cifras de venta al retail en las tiendas británicas son muy positivas, pero el aumento del 11,6% en la facturación en euros, se debe a la apreciación de la libra esterlina (incremento de solo +0,5% en su divisa nacional), así como a la tendencia al descuento en este sector del retail en Gran Bretaña; ejemplo de ello es el éxito de marcas como Lidl o Aldi, que presionan a la cadena líder, que es Tesco.

En España, ya en 2014 se registró un aumento de +0.8%, para luego crecer más aceleradamente en 2015 hasta el 2,1%, mientras que Italia, que se encontraba en cifras negativas en 2014 (-0,4%), volvió a la senda del crecimiento en 2015 con +0,9%. Por el contrario, las cifras del retail en otros países como Noruega o Finlandia continuaron su declive, bien por problemas estructurales en el caso de Finlandia o por la devaluación de la corona sueca.

Otro hecho que afectó negativamente al sector retail fue la crisis en Rusia y Ucrania así como la inestabilidad económica, con devaluación de ambas monedas; esto implicó que el impacto negativo de esta zona fuera más importante en euros que en las monedas locales. La incertidumbre política y económica continuará frenando el consumo durante algún tiempo.

En Suiza, el volumen de negocio aumentó en euros un 11,1% frente a las dificultades de este sector del retail en algunas tiendas, que llegó al -2,2%. Los vendedores en las regiones fronterizas tuvieron que hacer frente a pérdidas producidas por el hecho de que los consumidores cruzaban la frontera para comprar a un precio más barato.

3.3. Estimación del Volumen de Negocio en el 2016

En general, se observa una tendencia positiva en la gran mayoría de los países europeos, manteniéndose una igual solidez en el negocio del retail.

En España se espera una dinámica fuerte con un crecimiento del +3,7%, lo cual beneficia el crecimiento del consumo privado. En España y en otros países como Suecia, Hungría y República Checa se puede anticipar que la tendencia positiva de 2015 continuará en el presente ejercicio.

3.4. Porcentaje del consumo privado al sector Retail

La cuota de venta ha caído, a pesar de la disminución de los precios en el sector de la energía; los sectores que más se han beneficiado de esta situación han sido todos los relacionados con las actividades de ocio y viajes.

La crisis de los refugiados por la dramática situación que vive el Oriente Medio, los ataques terroristas en París y en otras capitales europeas y la creciente situación de la deuda no han tenido, de momento, un efecto negativo sobre el estado anímico de los consumidores en el pasado año 2015. El índice de confianza del clima de consumo para la Unión Europea ha crecido casi dos puntos (1,9) hasta llegar a los 12,2 puntos entre septiembre y diciembre del pasado año 2015. Los factores que más influyeron para que se diera esta situación fueron los bajos precios de la energía y de los combustibles, la buena situación económica y el aumento de la riqueza en manos privadas. Pero, los más favorecidos ante las condiciones positivas anteriormente señaladas fueron otras áreas distintas al sector retail. La tendencia decreciente de la venta de la distribución en el consumo privado continuó en el pasado año, en la Unión Europea, siendo en ese ejercicio como media del 30,4%

Los consumidores, a pesar de tener más dinero para las compras, se dedicaron a gastar la mayor parte de estos fondos en otras actividades y servicios, como viajar u otras actividades recreativas. Esto quiere decir que tendrán menos dinero para el sector de la distribución. También hay que tener en cuenta que los distintos países tienen distintos patrones de consumo, pues varían mucho los gastos en sectores dedicados a la alimentación, alojamiento y ropa, por ejemplo.



3.5. Tendencias de los precios al consumidor, 2015-2016

En Europa, los consumidores se han acostumbrado en los últimos años a que los aumentos de los precios hayan sido muy reducidos. Estos aumentos solo son apreciables comparando a medio o largo plazo; así, hay bienes de consumo o alimentación que tenían en 2015 un precio 25 o 30% mayor que en 2010.

Los precios al consumidor se mantuvieron constantes a lo largo del año 2015; esta es una situación poco frecuente en la industria, tanto para el sector de la distribución como para los consumidores.

La Comisión Europea pronosticó en febrero del presente año 2016 un aumento de los precios del 0,5%, impulsados por la política expansiva del Banco Central Europeo y por la mejora de la economía. Sin embargo estos datos de inflación se han visto corregidos por los precios tan bajos de los combustibles.

Muchos países europeos han sufrido una deflación en el año 2015. Para 2016 las previsiones de la Comisión Europea indican que los precios solo se van a reducir en algunos países como Rumanía, Bulgaria, Eslovenia y Lituania. Otros países como Polonia, Grecia y Hungría saldrán de las cifras negativas en 2016.

En lo que respecta al sur de Europa, se prevé que Portugal sufrirá la subida de precios más alta (+0,7%), mientras que en España será algo más baja (+0,1%) y en Italia (+0,3%)

Al haber una inflación cero, las tiendas de la distribución en la Unión Europea han logrado ganancias en términos reales; la previsión en 2016 para el sector retail es de un incremento nominal del 1,1%; con la inflación prevista del 0,5% en el sector de la distribución, se puede lograr un aumento en valores reales.

3.6. Dimensión en la superficie de ventas

En los 28 países de la Unión Europea el número de tiendas disminuye progresivamente, pero, sin embargo, el área total de ventas se mantiene estable. Con frecuencia, dos tiendas de pequeño tamaño son sustituidas por una más grande y aquellos lugares con menos afluencia de consumidores dan lugar a nuevos proyectos con mayor potencialidad. El número de tiendas ha disminuido, pero el área de ventas en la Unión Europea aumentó un 0,3%. La superficie de ventas per cápita es un importante indicador de la madurez de un mercado y de su competitividad; esta superficie se ha estancado en la Unión Europea en comparación con el año 2014.

A pesar de las condiciones difíciles por la crisis, Portugal aumentó su área de ventas per cápita; junto a unos países como Austria, Suiza y Países Bajos, cuyos mercados de distribución están saturados, otros como la República Checa, Polonia y Turquía ofrecen un potencial de desarrollo en este sector.

Algunos países, también afectados por la crisis y que ahora se están ya recuperando, también ofrecen posibilidades de expansión en el sector de la distribución. Este es el caso de España e Italia.

En general, los cambios en las cifras de población influyen en el desarrollo de las ventas, ya que la oferta sigue a la demanda. Aunque hay países, como Turquía, que habiendo aumentado su número de habitantes, aumentó también el área de ventas, sin embargo la superficie per cápita disminuyó ya que el área de ventas creció a un ritmo más lento que el número de habitantes.

3.7. Productividad en la superficie de Ventas, 2015

Un excelente punto de referencia para evaluar el rendimiento de una determinada ubicación de una superficie de ventas es la productividad media de la superficie (facturación bruta por metro cuadrado de zona de ventas).

La productividad de esta superficie de ventas junto con la fuerza del concepto de retail, dependen de unos factores externos como la capacidad de compra en el área de influencia y la intensidad de la competencia.

A lo largo de 2015, la productividad de la superficie de ventas en los 28 países de la Unión Europea aumentó en un 2,7%, algo menos de 4.200€ por metro cuadrado. Esta ha sido una buena noticia para las tiendas físicas, ya que fueron capaces de obtener beneficio durante dos años consecutivos, después de varios años con rendimientos decrecientes. En los mercados más maduros las ventas online descendieron, ya que se ajustaron a las nuevas condiciones; las tiendas no rentables cerraron como consecuencia de la digitalización de los retailers, de la oferta y de la búsqueda de otros canales de comercialización.

La productividad de la superficie de ventas es más alta en el norte de Europa, Luxemburgo y Suiza, mientras que la más baja productividad se encuentra en los países del este y sureste de Europa, aunque estos últimos dan muestras de ir ganando terreno de manera continua. En un mercado omnicanal no hay que centrarse solo en la productividad del áreas de ventas, sino que hay que tener en cuenta todos los canales de venta, las tiendas online, los puntos de venta físicos en la imagen y la marca de la empresa.

4. GRUPO EL CORTE INGLÉS

El Grupo fue creado en los años 30 del pasado siglo XX, y controlado por la Fundación Ramón Areces, centra su actividad en la explotación de grandes almacenes, liderando el sector español de distribución. Cuenta con un número medio de empleados de 80.875 personas (81.667 en 2013) en los distintos formatos del Grupo.

ECI es el líder europeo de grandes almacenes superando a las británicas Marks & Spencer (EUR 13.199 MM) y John Lewis (EUR 12.034MM), Galerias Lafayette (EUR 3.360MM) o Kaufhof (EUR 3.099MM). Todo ello teniendo en cuenta que su presencia fuera de España es muy testimonial.

En Europa hay más de una docena de firmas de distribución mayores que ECI, pero se trata de grupos centrados en la alimentación o con formatos diferentes al gran almacén. Así, Carrefour, Metro, Tesco, Aldo o Auchan operan básicamente como hipermercados o tiendas de descuento.

El concepto de gran almacén, tienda por departamentos con una gran variedad de productos, está en crisis en buena parte de Europa. Por ejemplo, la inglesa Marks & Spencer tuvo que vender su negocio exterior; Karstadt está inmersa en un plan de ajuste (se declararon insolventes en 2009) y otras cadenas como Kaufhof o Printemps han quedado estancadas como pequeñas divisiones dentro de grandes grupos como Metro o PPR, más centrados en otros formatos. De hecho, a mediados de 2015 grupo Metro ha vendido los grandes almacenes Kaufhof al consorcio canadiense Hudson's Bay (propietario de Saks) por EUR 2.825MM.

En general los grandes almacenes presentan una rentabilidad mayor que los hipermercados, las tiendas de descuento o los megastores (ECI superaba a Carrefour o Metro), pero inferior a los especialistas como Home Depot, Ikea, Leroy Merlin o Inditex.

El Grupo El Corte Inglés es líder en el sector de la distribución en España. Es un grupo compuesto de varias formas para desarrollar su actividad como los Grandes Almacenes, Hipermercados, Agencia de viajes, Informática, Supermercados, Bricolaje, Seguros, Ópticas

Estos formatos se desarrollan en varias marcas comerciales:

- Grandes Almacenes: El Corte Inglés. Líder europeo
- Hipermercados: Hipercor
- Agencia de Viajes: Viajes El Corte Inglés
- Informática El Corte Inglés
- Supermercados: Supercor
- Bricolaje: Bricor
- Seguros
- Ópticas: Ópticas 2000

Es un negocio prácticamente local, limitado al territorio nacional (95% de las ventas), ya que únicamente dispone de dos centros fuera de España, que es en Portugal, en Lisboa y Oporto. Se ha especulado con la posible apertura de centros comerciales en otros países.



En el ejercicio 2013 firmó su primer sindicado por un total de EUR 4.909 MM y vencimiento máximo 2021. Durante 2014 desinvirtió en diversos activos (destacamos el 51% de FECI a SCF) que le han permitido amortizar anticipadamente EUR 770 MM. En enero 2014 emitió por primera vez bonos senior por EUR 600 MM con vencimiento enero 2022 y cupón 3,875%. Estos fondos los destinó a amortizar parte de la deuda sindicada.

En el ejercicio 2014 por primera vez desde el inicio de la crisis, el grupo aumenta sus ingresos un 2,6% hasta EUR 14.592 MM. Además la reducción de gastos de personal y servicios exteriores le han permitido aumentar su EBITDA hasta EUR 812 MM (margen 5,6% vs 5,1%). Cerró el ejercicio con un beneficio neto de EUR 118 MM

En agosto 2015 formalizó la venta de su autocartera a Hamad Al Thani por EUR 1.000 MM lo que supone un 10% del capital social. De este importe EUR 950 MM se han destinado a amortizar anticipadamente parte del tramo B del sindicado (que pasa de EUR 2.693 MM a 1.743 MM)

Gracias a la calidad de sus activos, podemos decir que la compañía mantiene su solvencia a pesar del importante volumen de deuda que posee. El Grupo está centrado en diversificar sus fuentes de financiación, reducir sus gastos financieros y amortizar deuda.

4.1. Puntos Fuertes:

- Fuerte imagen de marca y liderazgo en el mercado nacional
- Sólida estructura financiera de balance, con elevado valor de sus activos fijos
- Reordenación de deuda firmada en noviembre 2013, alargando el vencimiento de su deuda
- Entrada de un nuevo socio, Hamad Bin Jassim, con un préstamo de EUR 1.000MM convertible en acciones (autocartera) que le permite amortizar anticipadamente parte del sindicado

4.2. Puntos débiles:

- Escasa diversificación geográfica (95% España), el cual es un mercado maduro.
- Alta y creciente competencia en formatos como los hipermercados y supermercados en los que los centros discount y los operadores especializados están ganando cuota de mercado
- Crecimiento de la venta por internet que permite ofrecer precios más competitivos, obligando al grupo de El Corte Inglés a lanzar continuamente promociones

4.3. Política apoyo a filiales:

- Garantía solidaria de la matriz, El Corte Inglés S.A., a las filiales con estructuras financieras débiles, en operaciones de gran importe y/o plazos elevados.

4.4. Centros ECI:

- La actividad central del Grupo se desarrolla a través de 88 Grandes Almacenes (86 en España y 2 en Portugal)
- Ofrece un servicio de calidad comercializando más de 1.000 marcas en áreas muy diversas (moda y complementos, tecnología, deportes, cultura, arte, decoración...). Adicionalmente está desarrollando también nuevos conceptos comerciales como el Gourmet Experience, aunando restauración y venta de productos gourmet. En enero 2015 estrenó el Gourmet Experience de Serrano 52 que en 800 m2 reúne los productos más selectos y oferta gastronómica; con Street de David Muñoz, Rocambolesc de Jordi Roca y Cascabel de Roberto Ruiz que en total suman 7 estrellas Michelin.
- El grupo se está actualizando, adoptando campañas populares en EEUU como el Black Friday y el Fever Monday (similar al Cyber Monday). Además ha lanzado su propia línea de decoración con precios ajustados (2.500 referencias) y una nueva línea infantil Mini Home para niños de 2-12 años que incluye muebles, decoración, vajillas, ropa de cama y baño.

- Los Grandes Almacenes representan un 60% (+3,6%) de los ingresos del Grupo mientras su aportación al resultado neto baja un 32% hasta un 55% debido a los efectos de la reordenación de deuda realizada en 2013 y a que en el ejercicio anterior se incluían las plusvalías de la venta del 51% de FECI
- Una de las iniciativas más destacadas llevadas a cabo este ejercicio fue el lanzamiento de las líneas de crédito Navidad a través de FECI. Así, los clientes podían solicitar en los Centros ECI, Hipercor y Supercor créditos de entre 100 y 1.200 euros para realizar sus compras navideñas y aplazar el pago. Había diferentes modalidades de aplazamiento dependiendo de si tenía la tarjeta de compra de ECI que en todos los casos se podía aplazar como mínimo hasta el 28 de febrero de 2015.

4.5. HIPERCOR:

- Centraliza la actividad de hipermercados del grupo con 43 centros repartidos por España. Aporta un 10,8% a los ingresos del Grupo y un 1,6% de los beneficios.
- Se trata de una actividad en la que la competitividad en precios se ha acrecentado fuertemente con la crisis y el crecimiento de competidores como Mercadona y DIA. Esto provocó que en 2012 se llevase a cabo un cambio agresivo de estrategia, focalizada en primar la competitividad en precios vs servicio. De este modo, además de ofrecer las marcas blancas Aliada y Veckia, creadas en 2011, el grupo señala que cada 15 días se revisan los precios de los productos para tratar de adaptarse a los precios de la competencia con el objetivo de ganar cuota de mercado.
- La primera medida que se tomó fue la de revisar de forma permanente los precios de los 5.000 productos más demandados en la cesta de la compra. Además se está haciendo un gran esfuerzo en productos frescos (variedad y precios).
- La división continúa registrando una caída de sus ingresos (-8,5%) hasta EUR 1,570MM que se acrecienta a nivel beneficio con una reducción del 27,5% (EUR 5,3MM vs EUR 7,3MM).

4.6. VIAJES ECI:

- Se trata de la segunda división del grupo por ingresos y la tercera por beneficios, aportando el 16% y el 11% respectivamente.
- Es la agencia de viajes líder en España. Cuenta con una amplia red de oficinas repartidas en España (492 delegaciones) y en el extranjero (92)
- En 2014 sus ingresos aumentaron un 4,5% hasta EUR 2.350MM y su beneficio neto un 7,7% hasta EUR 37,4MM. Evoluciona positivamente particulares y gana el segmento corporativo (márgenes más ajustados en este tipo de cliente)
- Su estrategia se basa en una oferta exclusiva, con una percepción de alta calidad orientada a un servicio personalizado y con cobertura global gracias a su presencia internacional. Los cruceros son uno de sus productos estrella y es líder en el negocio de clientes corporativos (División Empresas), Actualmente está desarrollando aplicaciones que le ayudan a ofrecer más productos (viajes y destinos), mejorar precios y se más productiva.

4.7. SEGUROS:

- Actividad que realiza en España y Portugal a través de dos empresas. Centro de Seguros y Servicios (correduría de seguros) y Seguros ECI (opera en los ramos de Vida, Accidentes y Pensiones). Dispone de 112 delegaciones.
- En 2014 alcanzaron en su conjunto una cifra de negocios consolidada de EUR 182MM, lo que supone un incremento del 3,2% respecto al ejercicio 2013. El Bº neto de la división aumentó un 10,3% alcanzando los EUR 44MM.

4.8. INFORMÁTICA ECI:

- Aporta el 5% de los ingresos consolidados y el 7% del Bº neto. En 2014 su facturación aumenta un 11,6% hasta EUR 737MM y su beneficio neto un 18% hasta EUR 24,2MM.
- Compañía que desarrolla soluciones integrales para empresas y que constituye junto con sus filiales, Inestrónica (fabricante de equipos informáticos tanto de su propia marca Inves como de la marca Aptiva de IBM) y Telecom (comercializadora de productos y servicios de telefonía, fija

y móvil, televisión digital, además de venta de servicios energéticos), la división de Tecnologías de la Información del Grupo.

- Se trata de un negocio que, tradicionalmente, ha dependido principalmente de la evolución y los presupuestos de las Administraciones Públicas, ya que se trata de su principal cliente. En los últimos años los proyectos tienen cada vez rentabilidades más bajas.

4.9. OTROS FORMATOS:

- En cuanto al resto de formatos del Grupo, nos encontramos principalmente con los dos grandes almacenes que mantiene en Portugal; las Tiendas de Proximidad (Supermercados Supercor y Supercor Express ya que en 2014 finalizó la integración de Opencor) que alcanzan las 187 tiendas (-16 tiendas); Sfera (115 tiendas, 87 en Europa y 28 fuera, en España han inaugurado 10 nuevos establecimientos), Bricor (47 centros en España y 2 en Portugal) y Óptica 2000 (106 en España y 2 en Portugal)
- Entre estos formatos, destacar un año más la buena evolución que han experimentado los almacenes en Portugal y la división Sfera, en 2014 ha facturado un 25% más gracias a la combinación de diseño actual y precio ajustado.

4.10. FINANCIERA ECI:

- La operativa de la compañía es la de realizar la gestión y cobro de las ventas a plazos. El importe de los bienes y servicios adquiridos por los clientes mediante la tarjeta emitida por FECI
- En noviembre 2013 realizó la titulización de los derechos de cobro sobre tarjetas y préstamos por EUR 600MM. La emisión fue a 2 años y fue calificada por S&P y Fiitch como AA-
- El 27 de febrero de 2014 se recibió la aprobación por parte de los organismos competentes para formalizar la adquisición por parte de SCF del 51% de la filial Financiera ECI. De este modo los resultados y su participación pasan a integrarse por el método de puesta en equivalencia (ingresó EUR 25MM en 2014)

- La Financiera mantiene una deuda con SCF a cierre de septiembre 2015 de EUR 94MM: EUR 85,3MM de póliza y EUR 8,7MM en préstamos.

4.11. CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN:

- En 2014 el capital social de ECI se repartía entre la Fundación Ramón Areces (37,4%), creada al fallecimiento de su fundador para preservar la integridad del capital, los miembros del Consejo de Administración de la compañía, aproximadamente 1.700 directivos de la misma y los herederos de Isidoro Álvarez (22,2%).
- La Fundación, creada en 1976, es el principal accionista de un fondo fundacional de EUR 360MM, representado por títulos de ECI. No tiene carácter lucrativo ni se dedica a la gestión de patrimonios, por lo que su participación en los grandes almacenes tiene como objetivo preservar la integridad del capital de ECI. El Consejo de la Fundación está formado prácticamente por los mismos miembros que el Consejo de la empresa.
- La buena gestión del equipo directivo demostrada durante las dos últimas décadas (ha posicionado al grupo en líder del sector distribución en España), se ha topado en estos últimos años con la incapacidad para adaptarse al nuevo entorno económico.
- Con la muerte del presidente Isidoro Álvarez en septiembre 2014, el nombramiento de su sobrino Dimas Gimeno y la contratación de Manuel Pizarro para el área financiera, se atisba una mayor modernización y flexibilidad a la hora de tomar las decisiones que el grupo necesita para garantizar su continuidad.
- El 2015 el jeque catari Hamad Bin Jassim Jaber al Thani ha adquirido el 10% de El Corte Inglés por EUR 1.000 MM. Considerado como uno de los hombres más poderosos de Qatar, fue responsable de su política exterior durante dos décadas. Esta operación se ha formalizado con un préstamo a tres años, con un interés del 5,25%, convertible en acciones que la compañía tiene en autocartera. El Corte Inglés ya ha modificado sus Estatutos para darle entrada en el Consejo de Administración y además tiene derecho de veto sobre las grandes operaciones que puedan alterar las estimaciones de negocio realizadas.

- Carlota Areces, miembro del Consejo y principal accionista de Corporación Ceslar (participación 9%), se oponía a la venta por opaca e irregular, considerando que se estaba infravalorando a la compañía. Así, encargó una tasación a la gestora patrimonial Neila Capital y la sitúa entre EUR 14.800MM y EUR 16.400MM.
- En la Junta de Accionistas de agosto 2015 se dio entrada al Consejo al jeque catari y se cesó a Corporación Ceslar por los reiterados incumplimientos de sus deberes legales como administrador.

4.12. ESTRATEGIA:

- El modelo de negocio tradicional de El Corte Inglés no se adapta a los nuevos patrones de consumo en España (donde predomina el precio económico vs mejor servicio). La compañía es consciente de ello y está inmersa en un proceso de reestructurar la compañía para hacerla más atractiva al público objetivo.
- Así, ha frenado el ritmo de aperturas y se focaliza en mejorar la gestión para poder ofrecer precios económicos sin empeorar drásticamente los márgenes.
- Geográficamente el Grupo está muy poco diversificado, únicamente en Portugal con 2 centros ECI, 2 Tiendas Óptica 2000, 2 Bricor y 5 centros Sfera, además de 91 delegaciones de Viajes ECI repartidas por todo el mundo.
- El crecimiento internacional, al menos en el corto plazo, únicamente se presenta en unas líneas muy identificadas, como son: Sfera, Grupo Tecnológico (buena evolución en Colombia y México); y Viajes ECI.

5. Métodos de Valoración:

El proceso para valorar esta compañía no ha sido fácil, debido a múltiples inconvenientes, como la escasez de tiempo. Por otra parte, el mero hecho de que la empresa no cotice, dificulta considerablemente el proceso de obtención de datos. Al no estar en un mercado cotizado, no está obligada la compañía a publicar la memoria (documento bastante útil para proceder a la valoración).

Los tres métodos considerados han sido:

1. **Método del valor Contable:** Se utiliza la cuenta de resultados, especialmente el Balance. Este método, basado en el valor patrimonial, considera que el valor de la empresa radica fundamentalmente en sus activos. Desde mi punto de vista, este método es demasiado estático como para tenerlo seriamente en cuenta para que forme parte en esta valoración. No analiza muchísimos factores, como la situación del entorno (sector), problemas internos de la organización (de Recursos Humanos), etc, que no se ven reflejados en dichos estados contables.

Si siguiéramos este método, nos estaríamos guiando únicamente por la contabilidad, lo que supondría no prestar atención a otra gran parte de la historia de la empresa objeto de estudio. Los criterios utilizados en esta metodología no serían objetivos al no tener en cuenta las expectativas futuras.

El Valor contable no tiene nada que ver con el valor de mercado: el primero es meramente estático frente al segundo, que es mucho más explosivo, y está condicionado por lo que ocurra en la economía.

2. **Método de Múltiplos:** Este método está basado también en la cuenta de resultados, y su objetivo es tratar de identificar el valor de la empresa a través de ciertos indicadores tales como beneficio, ventas o cualquier otro elemento que se adapte a la empresa.

El múltiplo más conocido y a su vez el más utilizado es el PER (Price earning ratio):

PER: Precio de la acción/Beneficio por acción

Con esto, para sacar el valor de la empresa, se obtiene multiplicando este coeficiente por el beneficio:

Valor de las acciones = PER x Beneficio

También es utilizado, aunque en menor medida, el PER relativo, que consiste en dividir el PER de la compañía entre el del país.

El PER es muy útil para hacer juicios de valor rápidos acerca de si una empresa está sobre/infravalorada..

Otro múltiplo utilizado es el de ventas. Consiste en multiplicar sus ventas por un determinado coeficiente (que va dependiendo de la coyuntura del mercado, y también del sector en el que nos encontremos).

Smith Barney, realizó con empresas de más de 150 millones de capitalización de más de 20 países un estudio sobre la relación entre el ratio Precio/ventas y rentabilidad por acción.

Esas empresas las dividió en cinco grupos dependiendo del ratio P/Vtas, de manera creciente, siendo el Grupo 1 el de empresas con un ratio más bajo, y el Grupo 5 el de empresas con el ratio más alto.

La rentabilidad media fue:

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Grupo 4	Grupo 5
Diciembre de 1984-diciembre de 1989	38,2%	36,3%	33,8%	23,8%	12,3%
Diciembre de 1989-septiembre de 1997	10,3%	12,4%	14,3%	12,2%	9,5%

Fuente: Smith Barney.

Según este estudio, en el primer periodo, las empresas con menor ratio fueron las que tuvieron más rentabilidad media, siendo bastante distinto en el siguiente periodo.

Al no haber relación entre los periodos, considero que no es una metodología lo suficientemente fiable para formar parte de mi valoración.

Aparte de estos dos múltiplos, hay algunos utilizados con bastante frecuencia:

EV/EBITDA: Este múltiplo compara el Valor de la empresa con el EBITDA, en el que se refleja si el valor de esta es superior a los resultados obtenidos. Cuanto mayor sea, más atractivo será para los inversores. Una característica que lo hace muy interesante su uso, es que, a diferencia del PER, este múltiplo si utiliza el coste de la deuda.

EV/CFOperativo: este múltiplo compara el valor de la empresa con el cash flow Operativo (que resulta de la suma del EBIT más la depreciación y la amortización). Este múltiplo es muy útil para comparar compañías con diferentes métodos contables de valoración (como para la amortización). También es muy usado para empresas cíclicas. Por el contrario, los analistas (al contrario que con el PER), no suelen estimar CF futuros.

P/BV. El múltiplo Price Book Value se calcula de la siguiente manera:

$$P/BV = \text{capitalización bursátil} / \text{Fondos Propios}$$

Este ratio se utiliza bastante en empresas con mucho capital. La desventaja de este múltiplo radica, en muchas ocasiones, en las dificultades para identificar los pasivos de ciertas compañías.

Dividend Yield,: Este ratio se calcula como:

$$DY = \text{Div. Por acción} / \text{Precio}$$

Es muy útil para compañías en sectores maduros, pero dadas las políticas de dividendos de muchas compañías, que suelen ser distintas, este valor muchas veces suele carecer de sentido.

Como se ha visto, todos estos múltiplos se basan en la comparación con otros de otras empresas, para llegar a una conclusión final. Un trabajo muy importante para que la comparación sea un éxito, es la elección de las empresas que serán utilizadas en la misma. Tienen que estar en el mismo sector, tamaño más o menos parecido, etc.. No podemos analizar cualquier empresa, debido a que nos estaría condicionando la valoración y nos podría hacer llegar a una conclusión errónea y precipitada.

3. Método Descuentos Flujo de Caja: Este método mixto (utiliza tanto valores contables como de mercado) es uno de los más utilizados en los últimos años. Trata de predecir el valor de la empresa a través de los Cash Flows, es decir, del Flujo de Efectivo, después de descontarlos a una determinada tasa dependiendo del riesgo.

Este método es el considerado por muchos el único conceptualmente correcto. La empresa se ve como una fuente generadora de Cash Flows, por lo que el valor de cotización de la de la misma dependerá de las expectativas de la cantidad de flujos que generará en el futuro.

Para calcular el valor de la empresa después de obtener los CF, se utiliza la fórmula del VAN (Valor Actual Neto):

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

Aunque a priori parece fácil, es un proceso bastante complejo, y está, en gran medida, condicionado por la empresa que se vaya a valorar, su sector, si es cotizada o no, etc.

6. Análisis Financiero de El Corte Inglés:

Tras analizar el sector de la compañía y ver las características de El Corte Inglés, llega el momento de proceder a su análisis financiero, para observar cómo ha sido su evolución a lo largo del tiempo y cuál es su situación actual.

Este análisis nos permite observar cuáles han sido los resultados financieros de las decisiones tomadas en el día a día por parte del órgano ejecutivo de la empresa. Este estudio no ayudará a entender la empresa y su sector, analizando en concreto:

- Cuentas: Se refiere a los estados financieros de la empresa, sobre todo la liquidez, el riesgo y la rentabilidad.
- Patrimonio: En este apartado se procederá a analizar el patrimonio que tiene la empresa, su composición, evolución, etc.
- Pasivo: Aquí se tratará de conocer las obligaciones financieras que la empresa posee, tanto a corto como a largo plazo
- Análisis económico: Se determina si la empresa obtiene rentabilidad o no.

6.1. Análisis Vertical

Una de las herramientas a utilizar para ver la evolución de las cuentas anuales es el Análisis Vertical.

El objetivo de dicho análisis es determinar la composición de cada partida del activo dentro del total del activo, y la composición de cada partida del Pasivo y Patrimonio Neto dentro del total del mismo.

Después de determinar la composición del balance y su evolución a lo largo de los años, se deberá evaluar individualmente cada partida para un examen más exhaustivo, y ver qué cuentas son más representativas. Por ejemplo, poseer mucha Tesorería no debe serlo, debido que tener el capital inmóvil no genera ninguna rentabilidad.

Una de las cuentas más importantes a analizar es la cuenta de clientes, debido a que representa al capital que se le debe a la empresa por su actividad comercial, debido a las empresas a crédito. No compensa vender mucho si no se nos paga.. Esto puede terminar siendo un problema, como ha pasado a muchas empresas, que no han recibido dicho dinero, por lo que no pueden hacer frente a sus obligaciones de pago por presentar problemas de liquidez. Estos problemas pueden agravarse tanto que pueden provocar incluso la quiebra de la compañía.

Otra cuenta a supervisar cuidadosamente es la de Existencias, que tiene que representar lo justo. No es bueno tener un exceso de existencias (estas pueden suponer costes, como de almacenamiento, o incluso deteriorarse hasta ser inservibles) o una falta de ellas (supondría un parón en el proceso diario de la empresa). En las empresas de servicios, esto no sería importante, debido a que su Inventario sería ínfimo.

Los Activos fijos también hay que tenerlos en cuenta. Son las posesiones físicas de mayor envergadura de la empresa (inmuebles, maquinaria, etc.), y deben ser muy representativos en las empresas industriales y en las comerciales (como es el caso que nos ocupa), más que en las empresas de servicios.

Frente a la interpretación de los activos, hay que tener en cuenta también la evolución del Pasivo y Patrimonio neto.

Primero hay que comprobar que los Pasivos Corrientes sean mucho menores que los Activos Corrientes, pues, de lo contrario, el Capital de Trabajo de la empresa se vería comprometido..

Hay que diferenciar el Patrimonio Neto del Pasivo, debido que el primero está constituido por las aportaciones de los Socios (dueños de la empresa), y el segundo es el conjunto de las obligaciones que tiene la empresa frente a terceros, tales como proveedores, que además pueden ser exigidas judicialmente (a diferencia con el patrimonio neto).

Aparte de analizar el Balance también es conveniente estudiar las Cuentas de Resultados, siguiendo el mismo procedimiento (ver cuál es la proporción de cada partida frente al total). A diferencia de los anteriores, aquí se calcula sobre el total de Ventas, debido que al ser un documento que se calcula “en cascada”, la primera cuenta (ventas) es la que va a suponer el inicio de todo, tanto del éxito como del fracaso.

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Inmovilizado	84%	86%	74%	73%	73%	72%	70%	75%	74%
Inmovilizado inmaterial	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	6%	6%
Inmovilizado material	69%	71%	59%	58%	59%	59%	57%	64%	62%
Otros activos fijos	13%	12%	13%	12%	11%	10%	10%	5%	6%
Activo circulante	16%	14%	26%	27%	27%	28%	30%	25%	26%
Existencias	10%	9%	13%	12%	13%	12%	13%	16%	17%
Deudores	4%	4%	11%	12%	13%	14%	15%	7%	7%
Otros activos líquidos	2%	1%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%
Tesorería	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%
Total activo	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Fondos propios	43%	43%	41%	41%	45%	44%	43%	54%	54%
Capital suscrito	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Otros fondos propios	40%	40%	38%	38%	42%	41%	40%	50%	50%
Pasivo fijo	39%	39%	26%	26%	23%	27%	20%	13%	14%
Acreedores a L. P.	30%	28%	20%	21%	19%	22%	15%	13%	14%
Otros pasivos fijos	10%	11%	6%	5%	5%	5%	5%	0%	0%
Provisiones	5%	5%	5%	4%	3%	4%	4%	0%	0%
Pasivo líquido	18%	18%	34%	33%	32%	29%	36%	33%	32%
Deudas financieras	0%	0%	14%	12%	11%	7%	14%	3%	2%
Acreedores comerciales	12%	16%	11%	12%	13%	14%	14%	20%	21%
Otros pasivos líquidos	6%	2%	8%	9%	8%	8%	9%	10%	10%
Total pasivo y capital propio	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

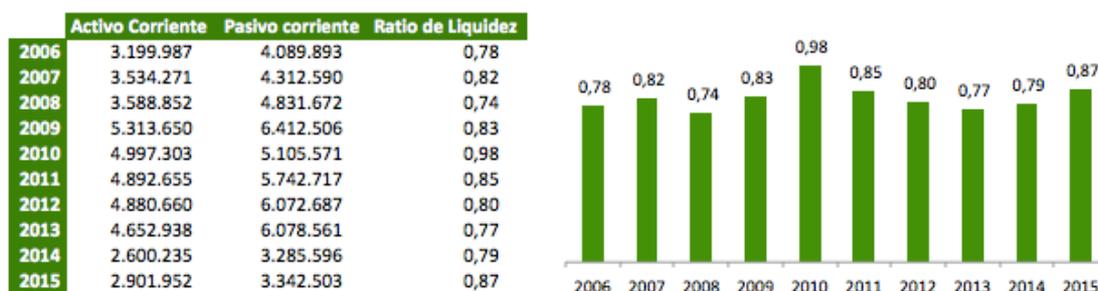
6.2. Ratios:

Es muy importante calcular ciertos ratios para verificar si la empresa presenta o no buena salud financiera y se encuentra dentro de los límites establecidos.

Los más importantes son:

- **Ratio de liquidez:** Este ratio es uno de los más utilizados, y se emplea principalmente para saber si la empresa tiene capacidad para afrontar sus compromisos financieros a corto plazo.

Ratio de Liquidez= Activo Corriente/ Pasivo Corriente

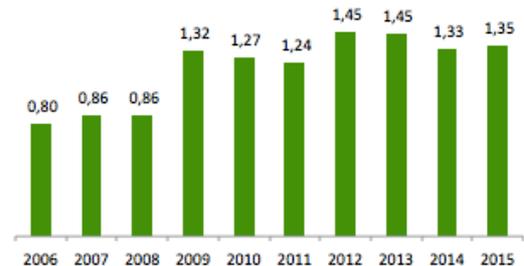


Como se puede ver, se ha calculado el Ratio de liquidez de la compañía para el periodo entre 2006-2015, y los datos son preocupantes. Para hacer frente a los pagos con holgura, este ratio debería ser superior a 1. Si que es verdad que en los dos últimos años ha subido, y se espera que continúe esta tendencia alcista, pero todavía queda un poco para llegar. Esto sería más preocupante (hasta el punto de llegar a la suspensión de pagos) si no fuera por la empresa que estamos analizando, El Corte Inglés: una empresa que factura a sus clientes y vende su inventario lo suficientemente rápido para no caer en una suspensión de pagos.

- **Ratio de Endeudamiento:** Este ratio mide la relación entre los Fondos Propios de la Empresa.

Ratio de Endeudamiento=Deuda Total/Fondos Propios

	Deuda	Fondos Propios	Ratio de Endeudar
2006	5.303.573	6.626.054	0,80
2007	6.222.035	7.211.820	0,86
2008	6.757.077	7.840.221	0,86
2009	9.997.629	7.590.286	1,32
2010	9.909.644	7.818.280	1,27
2011	9.943.397	8.009.660	1,24
2012	10.783.575	7.422.349	1,45
2013	10.702.199	7.401.539	1,45
2014	10.436.040	7.845.632	1,33
2015	10.652.405	7.875.300	1,35



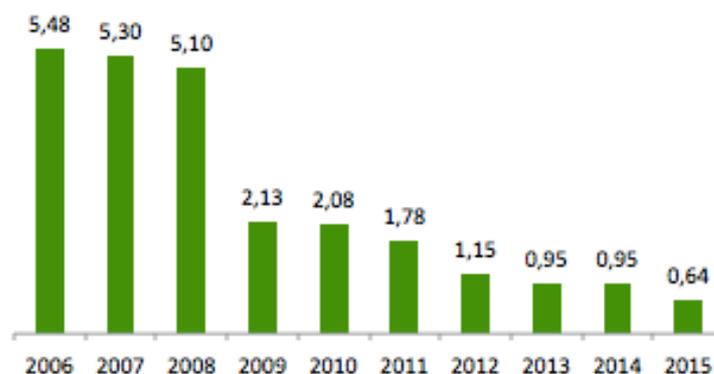
Se Puede ver que el ratio de Endeudamiento está subiendo constantemente desde 2006. Los Fondos Propios se mantienen constantes, pero lo preocupante es la deuda. Se ha multiplicado por 2 en 10 años, superando los 10 mil millones de euros, haciendo a la empresa menos autónoma.

- **Ratios de rentabilidad**

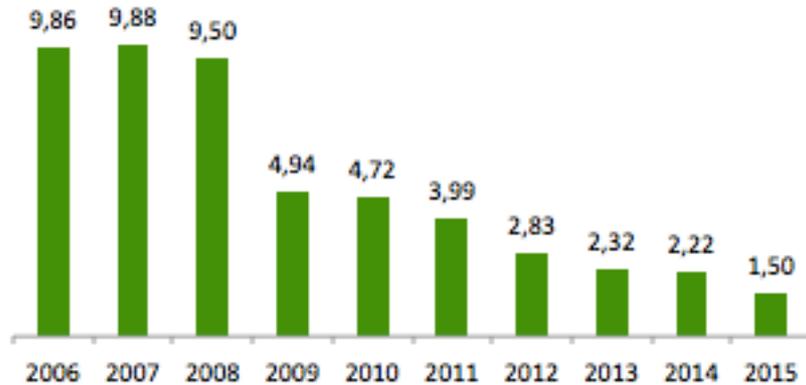
Una empresa, tiene como objetivo a parte de obtener beneficios, generar rentabilidad en sus inversiones, siendo mayores que el coste de financiación.

Estos Ratios nos indican si la compañía genera lo suficiente para cubrir sus costes y remunerar a los propietarios.

- **Ratio de Rentabilidad Económica:** El ratio de rentabilidad económica, también conocido como ROA (Return on Assets), mide la rentabilidad de las Inversiones por su actividad.



- **Ratio de Rentabilidad de los Recursos Propios:** Este Ratio, más conocido como ROE (Return on Equity), es la rentabilidad obtenida por la compañía en relación con sus Fondos propios.

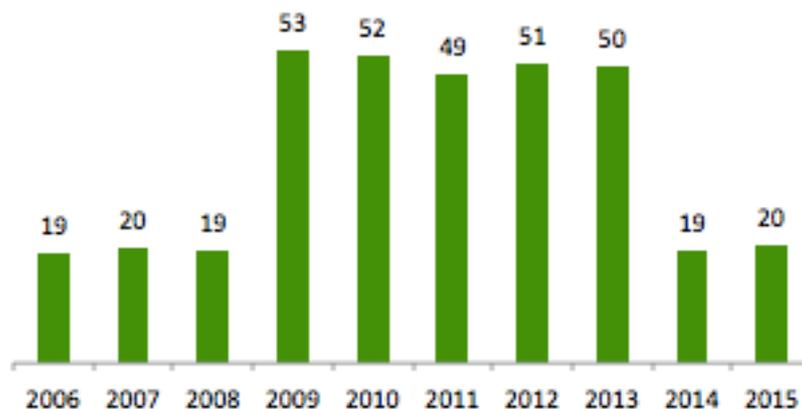


- **Ratios de gestión:**

- **Periodo Medio de Cobro:** Este ratio nos muéstralo que tarda la empresa en cobrar

$$PMC = (\text{Cuenta de Clientes Promedio} \times \text{Días del año}) / \text{ventas anuales}$$

Esto mide el plazo promedio que la empresa da a los clientes, evaluando la política de crédito.

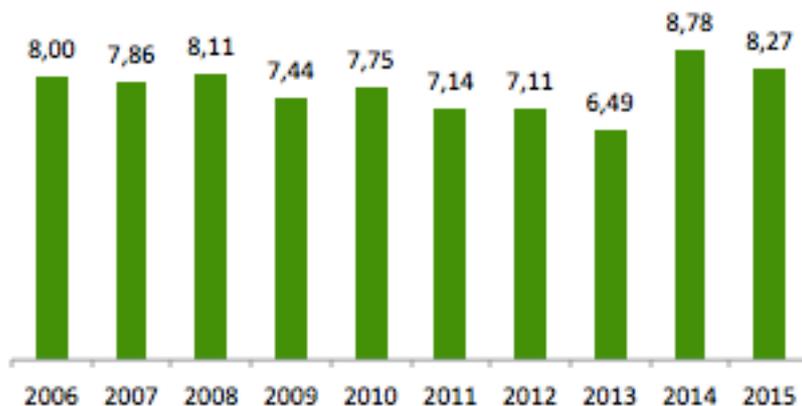


Se puede ver que El Corte Inglés tuvo problemas de cobro durante la crisis, llegando hasta los 53 días. Esto fue uno de los principales factores que propiciaron el bache económico del grupo.

- **Rotación de Las existencias:** Con este ratio, nos indica cuánto tarda el inventario en convertirse en una venta, y permite saber la cantidad de veces que esta inversión va al mercado.

Rotación de Existencias=(Inventario promedio x Días del año)/coste de las ventas.

A mayor rotación, mayor movilidad del Capital invertido en la cuenta de Existencias

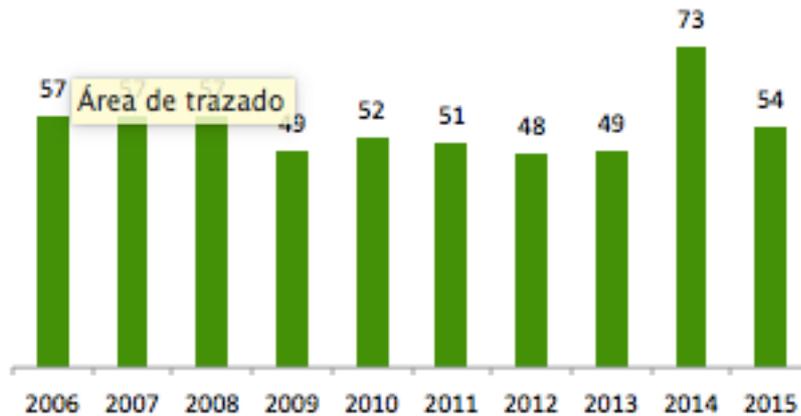


Se puede ver que la Rotación de existencias ha sido constante , bajando un poco en la crisis, pero no llegando hasta ningún nivel preocupante.

- **Periodo Medio de Pago:** Este ratio nos muestra lo que tarda la empresa en pagar a sus proveedores.

Una táctica utilizada por las empresas es tener un Periodo Medio de Pago superior al de cobro, con lo que constituirían una forma de financiación interna para la empresa.

PMP=(Cuenta de Proveedores en Promedio x Días del Año)/Compras de Proveedores.



El Periodo Medio de Pago si nos fijamos, ha sido superior siempre al PMC (que estaba situado en unos 20 días). Esto suponía una fuente de financiación para la empresa. En el periodo de crisis (2009-20013), esto cambio, siendo el periodo de cobro superior al de pago. Ya en 2014 se volvió a la situación originaria

7. Proceso de Valoración de EL CORTE INGLES:

1. Obtención de las Cuentas Anuales:

Al ser una empresa no cotizada, no es fácil encontrar estas cuentas si no se dispone de los medios adecuados.

En mi caso, para obtener las cuentas anuales de ECI utilicé la base de datos SABI con las claves del máster, así como Amadeus, para contrastar información. De ahí pude obtener la cuenta de Pérdidas y Ganancias y el Balance de la compañía desde 1992 hasta 2015.

2. Proyección de las Cuentas Anuales:

Con objeto de empezar la valoración, procedí a proyectar las cuentas anuales obtenidas por Sabi y Amadeus para el año 2016 y 2017.

Pese a tener datos desde el año 92, no se han utilizado todos esos años, debido que ha habido muchos cambios desde entonces, y de poco puede

servir un balance del 92 del Corte Inglés (Empresa en expansión acelerada en una España de reciente incorporación a la UE y anclada en la peseta) con ahora, Empresa con dificultades económicas con un porcentaje perteneciente a un jeque Qatar, que radica en una España que sufre una inestabilidad política e institucional, y con una cuestionable salud económica. Por esto determiné utilizar los diez últimos años.

En el caso de la cuenta de pérdidas y ganancias, he calculado el porcentaje de las distintas partidas sobre las Ventas de cada año en los últimos diez. Después de la obtención de dicho cálculo, he calculado el promedio de variación de los diez años de cada partida sobre las ventas. Esta cifra se utilizará posteriormente para estimar los años 2016 y 2017.

Una vez obtenidos los porcentajes sobre ventas, tan solo nos quedará ver cómo estimamos las ventas para estos dos años. En primer lugar, al ser una empresa con el 95% de su actividad en España, hay que considerar el IPC para esos años: -0,3% para 2016 y 1,3% para 2017 (aportados por estimaciones del INE y Funcás).

Fecha de actualización: 14-6-2016			
Año	Mes	1. IPC total (a)	
		Mensual	Anual
2014	Diciembre	-0,6	-1,0
	Media anual ...	--	-0,2
2015	Diciembre	-0,3	0,0
	Media anual ...	--	-0,5
2016	Enero	-1,9	-0,3
	Febrero	-0,4	-0,8
	Marzo	0,6	-0,8
	Abril	0,7	-1,1
	Mayo	0,5	-1,0
	Junio	0,4	-0,9
	Julio	-0,6	-0,6
	Agosto	0,2	0,0
	Septiembre	0,1	0,3
	Octubre	0,7	0,4
	Noviembre	0,3	0,4
	Diciembre	0,0	0,7
	Media anual ...	--	-0,3
2017	Enero	-1,1	1,5
	Febrero	0,0	1,8
	Marzo	0,4	1,6
	Abril	0,9	1,8
	Mayo	0,2	1,4
	Junio	0,1	1,1
	Julio	-0,7	1,0
	Agosto	0,2	1,0
	Septiembre	0,1	1,0
	Octubre	0,7	1,1
	Noviembre	0,3	1,1
	Diciembre	0,0	1,1
	Media anual ...	--	1,3

Pero para las ventas, esto no es suficiente. Para obtener un dato más fiable, tuve que ver cómo iba a evolucionar el sector Retail (al que pertenece el Corte Inglés) en España. El sector Retail es consumo puro y duro, por lo que

está ligado o fuertemente correlacionado con el poder adquisitivo. Según un estudio de GFK sobre el sector de distribución, el volumen de ventas del sector en España aumentará (guiado por la subida del poder adquisitivo) un 3,7% en este 2016, más de 2 puntos por encima de la media de los 28 países de la UE (en el momento del estudio), como se refleja en el mapa.



Dadas estas previsiones y añadiendo el IPC, se calcula la previsión de ventas del 2016. Para el 2017 es igual, con la salvedad de que se estima de una previsión de ventas de una subida del 1% (siendo prudentes).

Para estimar el activo, se ha hecho el mismo análisis de las partidas en los últimos diez años, y calculando el promedio, se ha estimado con una

variación del 3% una las partidas del Balance de Situación sobre la cantidad total del activo

3. Taxes

Los impuestos para una empresa de este sector, por lo estudiado y visto en clase, los estimo en un 35%. Esto se lo resto al EBIT para poder llegar al NOPAT (Net Operative Profit After Taxes), es decir, el beneficio operativo neto después de impuestos.

4. Variación del NOF

Las NOF (necesidades operativas de Financiación) las he calculado con las partidas del Balance (tanto las obtenidas como las estimadas) de clientes, existencias, tesorería y proveedores. Se obtienen sumando las tres primeras y restando la cuenta de proveedores. Después de obtenerlas, se ve la variación de un año a otro. Con esto, además, podemos identificar si ECI se financia por si mismo, por su propia actividad.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
clientes	2.801.165	2.400.497	2.284.102	2.257.327	2.073.428	777.594	829.326	1.855.225	1.910.882
existencias	2.366.387	2.139.940	2.332.804	2.251.376	2.286.487	1.648.109	1.788.351	2.425.765	2.496.537
Caja	178.456	211.823	108.182	191.598	105.833	90.107	125.777	200.773	206.796
proveedores	2.416.643	2.403.918	2.355.636	2.155.331	2.031.879	2.934.998	2.234.545	2.809.438	2.893.721
	2.729.365	2.348.344	2.349.452	2.544.970	2.433.869	419.188	508.909	1.672.324	1.722.494
Variación NOF	-	381.021	1.108	195.518	111.101	2.853.057	928.097	1.163.415	50.170

5. CAPEX

El CAPEX es la inversión en Inmovilizado que hace cada año la compañía, ya sea por mantenimiento o por inversión. Igual que con las NOF, se utiliza el balance, en este caso el Activo fijo, debido a que el CAPEX es el aumento/disminución del Activo Fijo de cada año menos la dotación en amortización.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Activo Inicial	12.274.265	12.730.621	13.060.402	13.325.264	13.450.800	15.681.437	15.625.753	15.441.078
Activo final	12.730.621	13.060.402	13.325.264	13.450.800	15.681.437	15.625.753	14.441.078	14.874.310
Dot Amort	346.446	363.406	326.888	330.968	376.196	366.379	347.498	360.828
capex	802.802	693.187	591.750	456.504	2.606.833	310.695	837.176	205.940

6. WACC

El WACC (Weight Average Cost of Capital), es el coste, en promedio, de deuda y recursos. Está calculado a través de las formulas que postula el modelo CAPM:

$$E + D = \text{valor actual [FCF; WACC]}, \quad \text{donde } WACC = \frac{E K_e + D K_d (1 - T)}{E + D}$$

D = valor de mercado de la deuda. E = valor de mercado de las acciones

K_d = coste de la deuda antes de impuestos = rentabilidad exigida a la deuda. T = tasa impositiva

K_e = rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas

El primer paso es calcular la Beta, que mide la diferencia de rentabilidad de la empresa respecto al mercado. Como el Corte Inglés no es una empresa cotizada, no se puede encontrar este dato en ninguna base de datos como bloomberg.

Para su obtención, se ha usado como punto de partida la Beta de Inditex, dado que se podría considerar una empresa afín. Con esta beta, y con el Equity y la Deuda de Inditex, se desapalanca (B_u), y con los datos de El Corte inglés se apalanca de nuevo, obteniéndose finalmente la Beta de la compañía. (B_L)

$$B_U = \frac{B_L}{[1 + (1 - T_C) \times (D/E)]} \quad \beta_L = \beta_u + (\beta_u - \beta_d) D (1 - T) / E$$

Con esta metodología, obtenemos como resultado:

Beta Inditex	0,88
Deuda Ind	10.250.000
Equity Ind	11.450.793.000
Bu	0,879
Beta ECI	0,882

Después de calcular la Beta, procedemos a calcular el coste del Equity (K_e). Para calcular el coste de los fondos propios, necesitamos la Rentabilidad libre de riesgo y el Risk Premium (que es la diferencia entre la rentabilidad de Mercado y la Rentabilidad libre de Riesgo, dado que:

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

Beta	0,802
Rf	1,59%
Risk Premium	8,84%
Ke=	9,39%

Para La Rentabilidad Libre de Riesgo hemos utilizado el Bono español a 10 años, y para el Risk Premium, hemos utilizado el calculado para España por Aswarth Damodaram, y publicado en su propia web.

Con el Coste del equity y con el Coste de la deuda (K_d), calculado por la división de los Gastos financieros entre la deuda financiera, procedemos a calcular el Wacc con la fórmula que introducíamos anteriormente.

Deuda	761.784,00
Equity	6.480,00
W_e	52,2%
W_d	47,8%
K_e	9,4%
K_d	4,6%

WACC 6,34%

Con esto, determinamos el coste de capital de la compañía: **6,34%**

7. Flujo de caja libre y Valor de la Empresa

Después de las proyecciones e hipótesis elaboradas hasta el momento sobre la evolución de la compañía, ya sea a través de su balance o de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias), se procede al cálculo del Flujo de Caja de la Empresa. Para calcularlo se suman los Inflows (el capital que obtiene la empresa) y se le restan los Outflows

(el capital que se va de la compañía). Este cálculo no se basa en el beneficio (como la contabilidad), sino en la liquidez.

Estos flujos se obtienen a partir de la operativa de la empresa, es decir, gracias a las inversiones hechas, ya que el día a día genera cierto capital a la empresa.

Como operativamente es imposible calcular Cash flows futuros, se calcula el Valor Residual con el CFL del último año.

$$VR = (FCL * (1+g)) / (wacc-g)$$

La g es la tasa de crecimiento: se estima que va a ser de un 3%.

Este Valor residual (el valor perpetuo), se le suma al Flujo de Caja del último año.

Después de calcular los Cash Flows esperados (apoyado por las predicciones comentadas anteriormente), se descuentan al WACC para traer ese valor al momento actual.

Con la suma de estos Cash Flows, tenemos el Valor de la Empresa:

El Valor de la Empresa resulta aproximadamente 17.560 millones de euros.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ebit	456.367	413.436	191.315	175.691	15.119	14.808	152.686	158.542
taxes	-159.728	-144.703	-66.960	-61.492	-5.292	-5.183	-53.440	-55.490
Nopat	296.639	268.733	124.355	114.199	9.827	9.625	99.246	103.052
Amortización	346.446	363.406	326.888	330.968	376.196	366.379	347.498	360.828
Var. del NOF	381.021	-1.108	-195.518	111.101	2.853.057	-928.097	-1.163.415	-50.170
Capex	802.802	-693.187	-591.750	-456.504	-2.606.833	-310.695	837.176	205.940
FCL	1.826.908	-62.156	-336.025	99.764	632.247	-862.788	120.505	619.650
							Valor Residual	19.109.570
						FCL Descontados	113.321	17.446.867
						VE	17.560.188	

Este dato es coherente debido a que es parecido al que dio la compañía Ceslar en 2015 y que entra en conflicto con la compra del 10% de la compañía por parte del Jeque Qatarí Al Thani por 1.000 millones de euros.. Esto fue criticado por Carlota Areces, dado que la valoración que ellos daban eran de más de 16 mil millones (más próxima a la de este trabajo).

8. Proceso de Salida a Bolsa

La salida a Bolsa de una empresa es uno de los hechos más relevantes de esta y que le marcará su futuro. Esto no solo afectará a la empresa como tal, sino a todos los agentes que participan en ella, desde el presidente hasta los empleados, e incluso a los clientes. Esto puede suponer un respaldo fundamental al crecimiento deseado de la empresa.

Pese a una situación de coyuntura económica que no es la óptima para la captación de fondos, no significa que sea un mal momento para preparar la salida. Un gran porcentaje de éxito de la salida a Bolsa se debe al momento en que se realice, pues se deben aprovechar siempre las condiciones ideales que proporciona el mercado para conseguir la financiación deseada.

La experiencia ha mostrado que, aunque la empresa tenga ciertos aspectos del proceso ya fijados (momento, colocación, credenciales, etc), podría carecer de otras tareas internas preparadas que son fundamentales, y a veces menospreciadas, que podrían conllevar este proceso al fracaso.

¿Cuáles son los requerimientos generales en los que se fijan los inversores en la fase de preparación?

Lo que los inversores piden

1. Lo evidente

Posiciones dominantes de mercado	• Posición de liderazgo nacional y cierto posicionamiento en el extranjero
Crecimiento significativo	• Crecimiento en ventas. Oportunidades de crecimiento vía adquisiciones
Capacidad de generar rentabilidad	• Ventas poco afectadas por crisis general • Márgenes muy significativos
Recurrencia en originación de caja	• La generación de caja regular permite financiación a largo plazo • Clave: balance sólido, uso eficiente del capital y endeudamiento controlado
Gestores expertos	• Sólida y reconocida capacidad gestora • Es clave presentar el <i>track record</i> y formación del equipo gestor
Accionariado sólido	• Mayoría del capital pertenece al accionista principal
Transparencia financiera	• Estados financieros públicos y de cuidada preparación

2. Lo menos evidente pero crucial

RSC	• ¿Publicación Memoria de Responsabilidad Social Corporativa?
Buen Gobierno	• Evaluación de la responsabilidad de los órganos de Gobierno (incluyendo consejo)
Tratamiento de Intangibles	• La inversión en I+D+i es uno de sus ejes de crecimiento

Como se puede ver en la tabla superior proporcionada por el estudio “Caminamos Juntos hacia el Mercado de Capitales” de PWC, hay muchos requerimientos deseados por los inversores que todos tendríamos en cuenta, como son los aspectos económicos y financieros. En cambio, hay otros que en el pasado se pasaron por alto y son fundamentales para garantizar el éxito.

Con un mundo globalizado, en el que a la empresa le afecta todo su entorno (ya sea externo o interno), tiene que dar algo más a la sociedad de lo que daba tradicionalmente. Por esto cobra cada vez más importancia la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) y el buen Gobierno. Ya no es una panacea la quiebra de una empresa por ser éticamente cuestionable, por muy grande que sea. Solo hace falta observar al caso ENRON.

Esto lo han tenido en cuenta en El Corte Inglés, dado que ha adaptado sus Órganos de gestión a la Ley de Sociedades de Capital e introducido reglas inspiradas en las normas de buen gobierno (como las compañías del IBEX).

La empresa está pasando de una empresa familiar a una gestión acorde a buen gobierno como las empresas que cotizan en el mercado continuo. Un ejemplo de

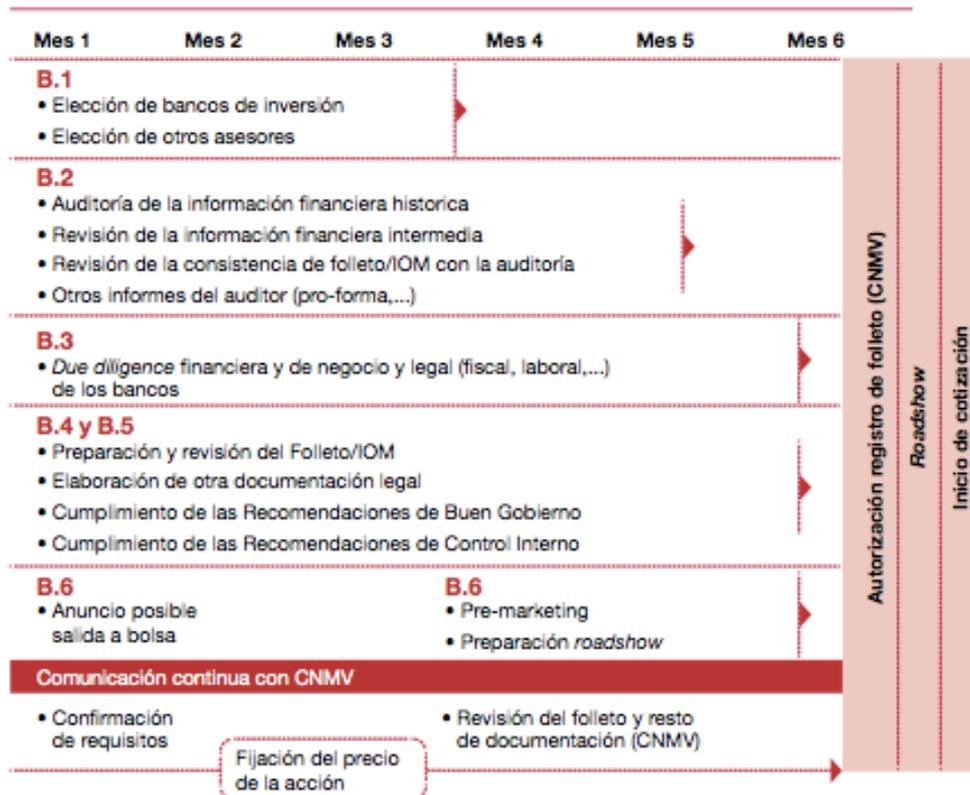
estas reformas son la creación de una comisión de Auditoría y la posible creación de una comisión de Nombramientos y Retribuciones. La citada comisión, posiblemente estará dirigida por Manuel Pizarro, siguiendo la normativa que postula que debe dirigirla un consejero independiente.

La adaptación del gobierno corporativo hacia el modelo de las empresas cotizadas podría ampliarse en un futuro próximo, con la posible entrada de más consejeros independientes.

Fases del proceso:

1. **Preparación:** Esta puede empezar mucho antes de su salida, y no hay que menospreciarla, debido a que tomar medidas anticipadamente puede suponer ahorrarse muchos problemas en el futuro, e incluso reportar beneficio económicos.
 - a. **Equity Story:** Es imprescindible preparar cómo se va a presentar la compañía, cómo va a ser la oferta a los inversores y cómo va a ser la retribución.
 - b. **Estructura del Grupo:** Hay que tener en cuenta qué empresa será la que cotice y cuáles se integrarán en el grupo, qué impacto tendrá la reestructuración fiscal y legal de los cambios, y cómo quedará la estructura accionarial.
 - c. **Información financiera:** Debe configurarse la información financiera auditada en los últimos tres años para el folleto requerido por la CNMV de la salida a bolsa. También hay que prever soluciones ante posibles cambios significativos en el futuro.
 - d. **Sistemas de comunicación y reporting:** Este momento debe ser utilizado por la empresa para actualizarse, y así resolver deficiencias. Estos sistemas mejorados se utilizarán para transmitir la información a los inversores periódicamente, tal y como se exige a las empresas cotizadas
 - e. **Gobierno Corporativo:** Se deberá evaluar la actuación de los órganos de gobierno de la compañía. Asimismo, se tendrá que llevar una gestión de riesgos más intensa.

- f. **Recursos Humanos y Cultura Corporativa:** Se deberá realizar una gestión más activa de los Recursos Humanos para preservar la continuidad de estos de cara al futuro.
 - g. **Responsabilidad Social Corporativa:** El éxito en la gestión empresarial es mucho más que números económicos, y ya no solo se mide a través de las ganancias . Esto puede producir una gestión más eficiente del riesgo empresarial y refuerza la reputación de la empresa y de la marca.
 - h. **Intangibles:** El crecimiento de la empresa debe estar basado en I+d+i. Pero este crecimiento puede ser ineficaz si no hemos optimizado los intangibles (la propiedad intelectual). Se tiene que hacer un estudio de la situación en la que se está, cómo optimizarla y dónde se quiere llegar.
 - i. **Vendor Due Diligence:** Un análisis independiente que evalúe las características del negocio, la situación financiera y estratégica de la empresa es imprescindible para esta fase, pues facilita así el proceso de colocación y minimiza el riesgo de la operación.
2. **Acceso al Mercado:** Este proceso es el paso final en que una empresa empieza a ser cotizada. Consiste en:
- a. Elección de asesores y Bancos de Inversión
 - b. Auditoría financiera
 - c. D. Diligence bancaria
 - d. Preparación del folleto
 - e. Elaboración de documentos legales
 - f. Marketing y Roadshow.



3. **Permanencia:** Después de que la empresa entre en un mercado continuo tiene que cumplir con ciertos pasos para optimizar el éxito. Los primeros meses son muy importantes. Si la empresa no consigue llegar tanto a los analistas como a los inversores, será imposible su subsistencia, no se alcanzarán las expectativas, y esto repercutirá negativamente en el valor de la compañía. Un buen Gobierno Corporativo y un eficiente Departamento financiero es vital.

Para la permanencia en el mercado continuo es obligado llevara a cabo:

- a. Información financiera periódica
- b. Información Anual de Gobierno Corporativo.
- c. Hechos Relevantes
- d. Otras comunicaciones

9. Conclusión

Mucho se ha hablado de salidas a Bolsa de empresas que se consideraban fuertes, de empresas estables con mucha historia... casi las mismas que historias de salidas fallidas a Bolsa.

Cuando una empresa decide salir a Bolsa, debe ser tras un estudio exhaustivo de su situación, el proceso a seguir, las fases a cumplimentar, y por último, tener claro por qué se quiere salir .

La primera vez que traté la salida a Bolsa de una empresa en la Universidad, se me dijo que las empresas salían a Bolsa por una simple razón: darse a conocer.

Y yo me pregunto: ¿Bankia quería darse a conocer? Si fuera por una de las peores y nefastas salidas a bolsa que se haya visto, incluso llegando a los tribunales...

¿Y Telepizza? Para darse a conocer... no lo creo... El secreto está en la masa... ¿suenan?

Dejando a un lado el hecho de que la salida a Bolsa no es la única finalidad para darse a conocer una empresa, debemos considerar cuáles son los objetivos reales.

Una salida a Bolsa proporciona un sinfín de posibilidades si han seguido los pasos adecuados, pero también puede ser desastroso si no se consideran las medidas necesarias para tomar una buena determinación.

Después de haber analizado El Corte Inglés, y su entorno, y después de haber reflexionado, considero que esta empresa debe salir a Bolsa, si bien, debemos hacer algunas matizaciones:

En primer lugar, debe hacer efectivos ciertos cambios internos tales como la implementación de gobierno corporativo para adecuarse a las empresas cotizadas.

Su segundo paso deberá ser la organización de su Consejo de Administración, debido que no hay una concordancia plena cuando se toman decisiones. Si ya fue polémica dentro del Consejo la venta del 10% de la compañía al Jeque Qatarí, las medidas a tomar en una salida a Bolsa de una empresa familiar en la que hay primos, fundaciones, un Jeque... podrían ser muy polémicas. Todos deben remar en la misma dirección.

Una importante cuestión a considerar es qué porcentaje se quedan en propiedad. Por la historia de esta empresa, de una índole muy familiar, consideramos que tendrán cierta dificultad para aceptar nuevas personas dentro del Consejo. Por consiguiente, y, dependiendo de sus planes de futuro, sería interesante negociar entre un 35/40% de la compañía colocada a pequeños inversores (es decir en pequeños paquetes).

Tras haber decidido la salida, hay que fijar el precio de la acción. Como la Valoración de la empresa es de 17.560.188.000 €, lo ideal es que la acción empiece a cotizar a 17,5€. Es un precio un poco por debajo de la acción, pero con la ilusión que generaría, la primera sesión haría que el precio subiera, sentando las bases para un buen recorrido en los primeros meses, fundamentales para este proceso.

Para que esto funcione, hay que elaborar un buen Roadshow, mostrar a los potenciales inversores lo atractivo que sería ser “dueño” de El Corte Inglés. Esto, en mi opinión no supone un problema. El Corte Inglés es un especialista en marketing, Ha desarrollado campañas en Televisión desde que esta era en blanco y negro, publicidad con los actores más reconocidos del panorama nacional como del internacional, y campañas míticas que han quedado grabadas en la mente de todos, tanto niños como adultos: La Vuelta al Cole. Esto lo sabe hacer muy bien El Corte Inglés: debe seguir en esa línea.

Esta salida a Bolsa se tendría que hacer con un objetivo, dado que, de lo contrario, carecería de sentido. Desde mi punto de vista, existen dos objetivos principales:

-El primero, **reducir deuda**: El Corte Inglés desde su fundación en los años 30, tenía como norma crecer sin endeudarse. Al principio costaba, pero cuantas más tiendas se abrieran, más crecían, hasta que esto cambió. Las crisis pasadas en España afectaron al poder adquisitivo de los españoles, y por lo tanto, al sector del consumo, por lo que dañó gravemente a la compañía. La deuda se disparó tanto que hubo de venir incluso capital extranjero, como fueron los 1000 millones de Euros del jeque. También propiciaron la venta de partes del negocio o la venta de activos (en mayo de este mismo año ha puesto a la venta 200 inmuebles por valor de 1000 millones). Esta reducción de deuda será muy beneficiosa, y les hará ser más eficaces (como dijo el Director de comunicación de la compañía Diego Copado).

-El segundo objetivo, e impulsado tras la consecución del primero, es la **expansión del negocio**. Es cierto que ya se intentó en el pasado con ciertas joint ventures en países extranjeros, como Estados Unidos, que acabaron mal, pero no era ni la forma ni el momento ideal. Con el empuje de una salida a Bolsa exitosa, deberán plantearse salir al exterior. Su principal sector es el de Distribución, y su localización casi al 100% está en España donde tiene una buena posición (aunque le convendría modernizarse un poco más), pero este mercado está demasiado maduro.

Su expansión internacional deberá ser en un país que le otorgue notoriedad, y que suponga un primer paso a una internacionalización cuasi completa. Si nos fijamos en países cercanos, donde sería más fácil llevar a cabo esta iniciativa, prescindiremos de algunos, por razones obvias.

El Reino Unido, con la votación a favor del Brexit, hace que este no sea un país idóneo. Serían demasiados problemas para una primera incursión. Por otro lado, dos países que podrían encajar bien serían Francia (el mantener ciertos acuerdos con Galerías Lafayette podría ser un aliado perfecto), e Italia. El país italiano, presenta unas expectativas muy buenas del sector Retail, y además es un mercado.

muy atractivo. Además, si se conquista el mercado italiano, tan exigente en lo que a las compras se refiere, puede dar una fama internacional perfecta para la entrada en otros mercados.

Incluso, en el futuro , se podrían plantear la entrada en el mercado asiático, en el que sería recomendable contar con algún partner (tanto por temas legales como por otros de índole cultural) y también en el americano, aprovechando la cantidad de hispanohablantes, lo cual supone una gran ventaja competitiva.

Este Proceso puede ser un éxito si se lo toman con cautela.

Ni los egos ni las prisas pueden entrar en juego para este reto.

Bibliografía

- Damodaran, Aswath. 2003: Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 2a Edición, pp. 487-512
- Fernández, Pablo. 2000: Valoración de Empresas. Ed. Gestión 2000. Capítulos 1-2.
- Fernández, Pablo. 2008: Métodos de Valoración de Empresas. Documento de Investigación DI-771. IESE Business School, Universidad de Navarra.
- González Nieto J. Las salidas a Bolsa de las empresas.
- Grandío Dopico Antonio: Valoración de Empresas: Conceptos Básicos y ejemplo práctico. Universidade da Coruña
- FUNCAS. Previsiones IPC.
- GFK: Informe Retail Europeo 2016
- Price Waterhouse Coopers: Caminamos Juntos hacia el Mercado de Capitales
- Página web corporativa de la CNMV
- Página web corporativa de El Corte Inglés
- Diario expansión: www.expansion.com
- Instituto de empresa: El coste del Capital. Instituto de Empresa.

Anexos

BALANCE

	2017e	2016e	2015
Inmovilizado	14.874.310,46	14.441.078,11	15.625.753
Inmovilizado inmaterial	663.677,50	644.347,08	520.779
Inmovilizado material	12.209.443,14	11.853.828,29	12.747.769
Otros activos fijos	2.001.189,82	1.942.902,74	2.357.205
Activo circulante	4.781.731,78	4.642.458,04	2.901.952
Existencias	2.498.537,47	2.425.764,54	1.788.351
Deudores	1.910.881,66	1.855.224,91	829.326
Otros activos líquidos	372.312,65	361.468,59	284.275
Tesorería	206.796,03	200.772,85	125.777
Total activo	19.656.042,23	19.083.536,15	18.527.705
Fondos propios	8.874.483,55	8.616.003,45	7.875.300
Capital suscrito	557.930,71	541.680,30	486.864
Otros fondos propios	8.316.552,85	8.074.323,15	7.388.436
Pasivo fijo	4.985.354,89	4.840.150,38	7.309.902
Acreedores a L. P.	2.953.002,38	3.837.866,39	5.467.325
Otros pasivos fijos	1.032.352,52	1.002.284,00	1.842.577
Provisiones	644.094,57	625.334,54	895.569
Pasivo líquido	5.796.203,79	5.627.382,32	3.342.503
Deudas financieras	36.989,00	36.989,00	36.989
Acreedores comerciales	2.893.721,40	2.809.438,25	2.234.545
Otros pasivos líquidos	2.865.493,39	1.468.491,63	1.070.969
Total pasivo y capital propio	19.656.042,23	19.083.536,15	18.527.705
Fondo de maniobra			833.292
Número empleados			52.417

BALANCE

	2014	2013	2012	2011	2010
Inmovilizado	15.681.437	13.450.800	13.325.264	13.060.402	12.730.621
Inmovilizado inmaterial	520.858	508.198	513.016	465.555	466.103
Inmovilizado material	12.941.064	10.678.867	10.631.374	10.622.750	10.409.560
Otros activos fijos	2.219.515	2.263.735	2.180.874	1.972.097	1.854.958
Activo circulante	2.600.235	4.652.938	4.880.660	4.892.655	4.997.303
Existencias	1.648.109	2.286.487	2.251.376	2.332.804	2.139.940
Deudores	777.594	2.073.428	2.257.327	2.264.102	2.400.497
Otros activos líquidos	174.532	293.023	371.957	295.749	456.866
Tesorería	90.107	105.833	191.598	108.182	211.823
Total activo	18.281.672	18.103.738	18.205.924	17.953.057	17.727.924
Fondos propios	7.845.632	7.401.539	7.422.349	8.009.660	7.818.280
Capital suscrito	486.864	486.864	486.864	486.864	486.864
Otros fondos propios	7.358.768	6.914.675	6.935.485	7.522.796	7.331.416
Pasivo fijo	7.150.444	4.623.638	4.710.888	4.200.680	4.804.073
Acreedores a L. P.	5.071.631	3.543.473	3.735.661	3.356.951	3.952.632
Otros pasivos fijos	2.078.813	1.080.165	975.227	843.729	851.441
Provisiones	947.526	827.764	727.731	618.642	630.271
Pasivo líquido	3.285.596	6.078.561	6.072.687	5.742.717	5.105.571
Deudas financieras	48.315	2.579.190	2.268.744	1.957.611	1.254.370
Acreedores comerciales	2.934.998	2.031.879	2.155.331	2.355.636	2.403.916
Otros pasivos líquidos	302.283	1.467.492	1.648.612	1.429.470	1.447.285
Total pasivo y capital propio	18.281.672	18.103.738	18.205.924	17.953.057	17.727.924
Fondo de maniobra	899.185	1.213.228	999.400	1.119.123	679.023
Número empleados	52.345	53.551	54.922	55.760	61.507

BALANCE

	2009	2008	2007	2006
Inmovilizado	12.274.265	11.008.446	9.899.584	8.729.640
Inmovilizado inmaterial	463.838	825.813	750.453	712.557
Inmovilizado material	10.077.528	9.410.114	8.384.779	7.313.754
Otros activos fijos	1.732.899	772.519	764.352	703.329
Activo circulante	5.313.650	3.588.852	3.534.271	3.199.987
Existencias	2.366.387	2.273.106	2.236.270	2.039.480
Deudores	2.601.165	990.248	965.581	849.824
Otros activos líquidos	346.098	325.498	332.420	310.683
Tesorería	178.456	261.921	275.869	260.163
Total activo	17.587.915	14.597.298	13.433.855	11.929.627
Fondos propios	7.590.286	7.840.221	7.211.820	6.626.054
Capital suscrito	486.864	473.340	459.816	446.292
Otros fondos propios	7.103.422	7.366.881	6.752.004	6.179.762
Pasivo fijo	3.585.123	1.925.405	1.909.445	1.213.680
Acreedores a L. P.	2.717.355	1.910.404	1.897.289	1.211.146
Otros pasivos fijos	867.768	15.001	12.156	2.534
Provisiones	652.670	15.001	12.156	2.534
Pasivo líquido	6.412.506	4.831.672	4.312.590	4.089.893
Deudas financieras	2.500.618	400.025	205.733	240.167
Acreedores comerciales	2.416.643	2.932.131	2.795.689	2.576.671
Otros pasivos líquidos	1.495.245	1.499.516	1.311.168	1.273.055
Total pasivo y capital propio	17.587.915	14.597.298	13.433.855	11.929.627
Fondo de maniobra	862.222	336.343	714.935	522.599
Número empleados	63.629	n.d.	64.490	62.965

CUENTA DE P Y G

	2017e	2016e
Ingresos de explotación	15.645.666	15.293.906
Importe neto Cifra de Ventas	15.414.263	15.067.706
Consumo de mercaderías y de materias	-	-
Resultado bruto	-	-
Otros gastos de explotación	-	-
Resultado Explotación	321.203	309.338
Ingresos financieros	120.255	115.812
Gastos financieros	282.916	272.465
Resultado financiero	-162.661	-156.652
Result. ordinarios antes Impuestos	158.542	152.686
Impuestos sobre sociedades	-34.264	-32.998
Resultado Actividades Ordinarias	192.806	185.684
Ingresos extraordinarios	-	-
Gastos extraordinarios	-	-
Resultados actividades extraordinarias	-	-
Resultado del Ejercicio	199.910	192.525
	-	-
Materiales	7.312.295	7.042.174
Gastos de personal	1.817.495	1.750.356
Dotaciones para amortiz. de inmovil.	360.828	347.498
Gastos financieros y gastos asimilados	265.442	255.636
	-	-
Valor agregado	2.662.432	2.564.080
EBIT	158.542	152.686
EBITDA	491.135	472.993

CUENTA DE P Y G

	2015	2014	2013
Ingresos de explotación	14.791.012	14.474.460	14.833.918
Importe neto Cifra de Ventas	14.592.029	14.291.678	14.552.454
Consumo de mercaderías y de materias	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado bruto	n.d.	n.d.	n.d.
Otros gastos de explotación	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado Explotación	295.708	185.789	336.403
Ingresos financieros	65.358	135.530	114.032
Gastos financieros	346.258	306.200	274.744
Resultado financiero	-280.900	-170.670	-160.712
Result. ordinarios antes Impuestos	14.808	15.119	175.691
Impuestos sobre sociedades	-103.270	-126.370	4.182
Resultado Actividades Ordinarias	118.078	141.489	171.509
Ingresos extraordinarios	n.d.	n.d.	n.d.
Gastos extraordinarios	n.d.	n.d.	n.d.
Resultados actividades extraordinarias	n.d.	32.860	n.d.
Resultado del Ejercicio	118.078	174.349	171.509
Materiales	6.902.935	6.731.727	6.822.167
Gastos de personal	1.759.281	1.765.125	1.709.943
Dotaciones para amortiz. de inmovil.	366.379	376.196	330.968
Gastos financieros y gastos asimilados	334.971	304.909	247.634
Valor agregado	2.638.360	2.490.049	2.519.192
EBIT	14.808	15.119	175.691
EBITDA	399.345	219.664	599.783

CUENTA DE P Y G

	2012	2011	2010
Ingresos de explotación	16.010.975	16.652.024	16.582.425
Importe neto Cifra de Ventas	15.777.745	16.413.415	16.356.255
Consumo de mercaderías y de materias	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado bruto	n.d.	n.d.	n.d.
Otros gastos de explotación	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado Explotación	328.202	443.688	537.349
Ingresos financieros	111.203	166.784	110.728
Gastos financieros	248.090	197.036	191.710
Resultado financiero	-136.887	-30.252	-80.982
Result. ordinarios antes Impuestos	191.315	413.436	456.367
Impuestos sobre sociedades	-18.672	94.029	87.199
Resultado Actividades Ordinarias	209.987	319.407	369.168
Ingresos extraordinarios	n.d.	n.d.	n.d.
Gastos extraordinarios	n.d.	n.d.	n.d.
Resultados actividades extraordinarias	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado del Ejercicio	209.987	319.407	369.168
Materiales	7.501.052	7.937.548	8.106.169
Gastos de personal	1.801.448	1.867.594	1.821.254
Dotaciones para amortiz. de inmovil.	326.888	363.406	346.446
Gastos financieros y gastos asimilados	215.788	182.267	173.618
Valor agregado	2.577.668	2.824.620	2.729.349
EBIT	191.315	413.436	456.367
EBITDA	547.734	668.370	711.345

CUENTA DE P Y G

	2009	2008	2007
Ingresos de explotación	17.610.884	18.428.463	17.576.562
Importe neto Cifra de Ventas	17.362.526	17.897.978	17.092.741
Consumo de mercaderías y de materias	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado bruto	n.d.	n.d.	n.d.
Otros gastos de explotación	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado Explotación	565.379	890.183	916.284
Ingresos financieros	148.033	73.353	14.331
Gastos financieros	223.239	121.561	73.298
Resultado financiero	-75.206	-48.208	-58.967
Result. ordinarios antes Impuestos	490.173	841.975	857.317
Impuestos sobre sociedades	115.409	226.750	235.447
Resultado Actividades Ordinarias	374.764	615.225	621.870
Ingresos extraordinarios	n.d.	158.591	108.236
Gastos extraordinarios	n.d.	29.091	17.744
Resultados actividades extraordinarias	n.d.	129.500	90.492
Resultado del Ejercicio	374.764	744.725	712.362
Materiales	8.416.286	8.921.165	8.525.271
Gastos de personal	1.874.644	1.924.577	1.840.154
Dotaciones para amortiz. de inmovil.	324.503	323.984	332.295
Gastos financieros y gastos asimilados	177.049	139.264	93.955
Valor agregado	2.788.083	2.926.517	2.821.341
EBIT	490.173	841.975	857.317
EBITDA	718.846	848.705	844.750

Luis
Pastor
Aránguez

Salida a Bolsa de El Corte Inglés
Luis Pastor Aránguez

Salida a Bolsa de El Corte Inglés

