



ICADE BUSINESS SCHOOL
MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

**VALORACIÓN DE EMPRESAS POR EL
MÉTODO DEL DESCUENTO DE FLUJOS
DE CAJA Y MÚLTIPLOS**

Aplicación práctica a Cortefiel

Marta Segovia Martín
María Luisa Garayalde

Madrid
Junio de 2015

Abstract

El trabajo aquí presente tiene como objetivo la aplicación práctica de los conocimientos adquiridos en el Máster en Finanzas en la asignatura de Finanzas Corporativas, para lo cual se seleccionó el grupo Cortefiel, como reto del trabajo, ya que al tratarse de una empresa que en la actualidad no cotiza en bolsa, no está obligada a suministrar información de sus cuentas anuales, ni detalles acerca de su funcionamiento operativo. La elección del grupo Cortefiel también fue motivado por el hecho de que estuvo cotizando en bolsa, lo cual hace más interesante el caso, para saber que ocurrió, por qué salió de la bolsa, y cuál ha sido la evolución de la empresa desde entonces en términos financieros y operativos.

Finalmente, el objetivo de valoración de Cortefiel es el de establecer un precio por acción a través del descuento de los flujos de caja, y por tanto, tras el análisis del sector y de la compañía, concluir si sería un buen momento para la empresa de salir de nuevo a bolsa o si por el contrario las condiciones en las que se encuentra no son las óptimas para poder lanzarse al mercado como una empresa atractiva y rentable. Tras el análisis de las previsiones de Cortefiel, se llega a la conclusión final de no salida a bolsa por la situación de escaso crecimiento, bajos márgenes y escasa rentabilidad, lo que haría que las acciones no tuvieran atractivo en el mercado.

The work has the goal of the practical application of the knowledge acquired in the Masters in Finance in the course of Corporate Finance, for which Cortefiel was selected, as the challenge of this report, because the company is not publicly traded and therefore is not required to provide information of its annual reports or details about its operating performance. The choice of Cortefiel also was motivated by the fact that was publicly traded in the past, making it a more interesting case, to know what happened, why it left the stock market, and what has been the evolution of the company since then in financial and operational terms.

Finally, Cortefiel's target is to establish a price per share by discounting the cash flows, and therefore, after analysis of the sector and the company, concluding whether it would be a good time for the company to go back to the stock market or in the contrary the conditions are not the best to jump into the market as an attractive and profitable company. After analysing the forecasts of Cortefiel, I can conclude that the company can't go public due to the low growth rates, the low margins and low profitability, which would make its shares not attractive to the market.

Tabla de contenido

ABSTRACT	3
RESUMEN	5
OBJETIVO DEL TRABAJO	5
ESTRUCTURA	5
METODOLOGÍA	6
MARCO TEÓRICO	7
1. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	7
1. EL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA LIBRE.....	8
a. <i>Introducción al descuento de flujos de caja</i>	8
b. <i>Determinación del flujo de caja</i>	11
c. <i>Estimación de los flujos de caja</i>	12
d. <i>Tasa de descuento (coste del capital y la deuda)</i>	13
e. <i>Valor residual</i>	16
f. <i>Cálculo del valor de la empresa (VE)</i>	18
2. MÉTODO DE LOS MÚLTIPLOS COMPARABLES	19
2. VALORACIÓN DE EMPRESAS NO COTIZADAS	21
APLICACIÓN PRÁCTICA: VALORACIÓN DE CORTEFIEL	24
1. INTRODUCCIÓN DE LA COMPAÑÍA	24
2. ANÁLISIS DAFO.....	31
3. ANÁLISIS DEL SECTOR (FUERZAS DE PORTER)	34
4. CONCLUSIONES DEL ANÁLISIS INTERNO Y EXTERNO	38
5. PRINCIPALES COMPETIDORES.....	38
6. ANÁLISIS FINANCIERO.....	41
7. HIPÓTESIS Y PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA	43
8. VALORACIÓN POR EL MÉTODO DEL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA	46
9. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES	48
3. PRINCIPALES CONCLUSIONES	49
ANEXOS	51
ANEXO 1 “DISTRIBUCIÓN DEL SECTOR TEXTIL EN VOLUMEN DE NEGOCIO”.....	51
ANEXO 2 “FACTURACIÓN DE CORTEFIEL 2010-2014”	51
ANEXO 3 “CUENTAS ANUALES DE CORTEFIEL”	52
ANEXO 4 “SALIDA DEL MERCADO DE VALORES DE CORTEFIEL”	53
ANEXO 5 “EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS DEL GRUPO CORTEFIEL”	53
ANEXO 6 “PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO PARA ESPAÑA Y A NIVEL MUNDIAL	54
ANEXO 7 “RATIOS FINANCIEROS 2010-2014”	54
REFERENCIAS	55
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	55
REFERENCIAS WEB	55

Resumen

Objetivo del trabajo

El trabajo aquí presente tiene como objetivo la aplicación práctica de los conocimientos adquiridos en el Máster en Finanzas en la asignatura de Finanzas Corporativas. La motivación principal para la elección de este tema, es el interés personal en la valoración de empresas y en todo aquello que tiene que ver con operaciones de M&A. Dentro del área financiera, el área de “corporate finance” es el que más me enriquece profesionalmente, y a lo cual me gustaría poder dedicarme en un futuro. Por lo que como principal objetivo del trabajo se busca la ampliación del conocimiento en la materia, además de poner en práctica los conocimientos adquiridos a un caso real, para lo cual se seleccionó el grupo Cortefiel, como reto del trabajo, ya que al tratarse de una empresa que en la actualidad no cotiza en bolsa, no está obligada a suministrar información de sus cuentas anuales, ni detalles acerca de su funcionamiento operativo, lo cual contrasta con una empresa cotizada como puede ser el grupo Inditex, del cual existe amplia información y extensos informes anuales de los cuales obtener mucha información de cara a la estimación a futuro de los flujos de la compañía.

La elección del grupo Cortefiel también fue motivado por el hecho de que estuvo cotizando en bolsa, lo cual hace más interesante el caso, para saber que ocurrió, por qué salió de la bolsa, y cuál ha sido la evolución de la empresa desde entonces en términos financieros y operativos.

La materia, es muy amplia y por ello el estudio se ha centrado principalmente en la valoración de empresas a través de uno de sus métodos de cálculo, que es el descuento de los flujos de caja, para profundizar en más detalle acerca de su metodología.

Finalmente, el objetivo de valoración de Cortefiel es el de establecer un precio por acción, y por tanto, tras el análisis del sector y de la compañía, concluir si sería un buen momento para la empresa de salir de nuevo a bolsa o si por el contrario las condiciones en las que se encuentra no son las óptimas para poder lanzarse al mercado como una empresa atractiva y rentable.

Estructura

El trabajo se estructura en dos partes claramente diferenciadas:

- La primera parte se compone del desarrollo teórico del método a aplicar en la parte práctica, que es el descuento de flujos de caja, y los múltiplos como método complementario.
- La segunda parte se compone del desarrollo práctico de la valoración de Cortefiel, para lo cual se ha analizado en detalle el sector en el que opera, cuáles son sus principales competidores, y qué diferencias existen entre ellos. Dicho esto, se ha hecho un análisis financiero de la posición de la empresa y qué planes a futuro existen de manera que se tuvieran bases que sustentaran la estimación a futuro de los flujos de Cortefiel. Una vez estimados, se ha procedido a su descuento para poder completar el fin de este

proyecto, que es el establecer el precio por acción y por tanto, tomar la decisión de salida o no a bolsa.

- Si bien cabe añadir una tercera parte, que se compondría de las conclusiones finales del estudio y su razonamiento.

Metodología

Para el desarrollo del trabajo, en primer lugar se ha llevado a cabo un análisis de diferentes empresas para identificar aquella de la que existiera suficiente información para poder llevar a cabo el análisis financiero, puesto que uno de los principales retos del trabajo, era la búsqueda de información, ya que al tratarse de la valoración de una empresa no cotizada, no hay acceso a toda la información acerca de sus cuentas, sus inversiones, etc., como si sucede en el caso de empresas cotizadas. Una vez seleccionada la empresa objeto del estudio, se recurrió al uso de la base de datos SABI desde Icade, para investigar si había acceso a las cuentas anuales del grupo. Estaban disponibles las cuentas anuales tanto sin consolidar como consolidadas, y puesto que el trabajo se basa en la valoración del grupo, se procederá al uso de las cuentas anuales consolidadas.

Una vez identificada la empresa objeto de estudio, se procedió a la investigación bibliográfica mediante la consulta de diferentes manuales teóricos, que sirvieron de apoyo para la elaboración del índice del que se compone este trabajo. Las referencias que se han usado para la elaboración del marco teórico del proyecto han sido las siguientes:

- Aswath Damodaran, *The Little book of valuation, how to value a company, pick a stock, and profit*, Wiley.
- Juan Mascareñas, *Fusiones y Adquisiciones de empresas*, 4ª edición, McGraw-Hill.
- Pablo Fernández, 2005, *Guía rápida de valoración de empresas*, Ediciones gestión 2000.

Una vez establecido el índice, comenzó el desarrollo teórico propiamente dicho, mediante la lectura de los manuales previamente citados y los conocimientos previos aprendidos acerca de la materia objeto de estudio para este trabajo, durante el curso académico del Máster en Finanzas.

Para la parte práctica del proyecto, se ha utilizado un manual bibliográfico, cuya lectura ha sido de ayuda para resolver problemas encontrados en la práctica a la hora de valorar los flujos de caja de Cortefiel, principalmente se ha utilizado como herramienta para consultar como estructurar adecuadamente la parte numérica del proyecto. Además también ha sido útil para la consulta de algunas fórmulas y los elementos principales de que se componen para poder desarrollarlas correctamente, y saber por último como interpretar los resultados.

- Francisco J. López Lubián y Walter de Luna Butz, Valoración de empresas en la práctica, McGraw-Hill, Instituto de Empresa.

Por tanto, la labor analítica se ha completado con una técnica cuantitativa, consistente en la aplicación del material teórico al grupo Cortefiel, con el objetivo de aplicar en la práctica los conocimientos adquiridos durante la elaboración de este trabajo. De manera que la complejidad de la parte práctica se ha visto en gran medida reducida gracias a la investigación bibliográfica previamente analizada, a lo que se suma también la realización de análisis financieros similares al caso objeto de este trabajo durante el periodo lectivo del Máster, lo cual ha facilitado el desempeño de este trabajo.

Marco teórico

Dentro del marco teórico se procederá al desarrollo de los principales métodos que se usarán para el caso práctico de Cortefiel. Si bien, los métodos que se desarrollarán son el descuento de flujos de caja y los múltiplos como método alternativo de comparación.

1. Métodos de valoración de empresas

La valoración de empresas trata de establecer el valor de una compañía con el objetivo de tomar decisiones. Algunas grandes decisiones que involucran la valoración de empresas son los siguientes:

- En una adquisición de empresas es fundamental establecer cuál será el nuevo valor conjunto de las empresas tras su unión.
- En una operación de inversión/desinversión o de compraventa, la valoración de esa participación o parte empresarial es la base para obtener un mejor poder de negociación con los posibles compradores y por tanto conocer en el caso del vendedor, cual es el importe mínimo que se debería aceptar por la venta para que sea rentable.
- También es habitual la valoración de empresas cuando se busca establecer cuál es el precio objetivo de una empresa que desea salir a bolsa, y por tanto saber cuál sería el precio razonable que el mercado podría pagar por la compra de esas acciones. Muy relacionado con este punto, los analistas también emplean la valoración de empresas cuando tratan de buscar empresas infravaloradas donde invertir.
- En la planificación estratégica de una compañía será útil para valorar la rentabilidad de las líneas de negocio y por tanto facilitar el establecimiento de una estrategia de futuro que potencie la creación de valor y que a su vez desinvierta en aquello que no genera rentabilidad.

Es importante tener en cuenta en valoración de empresas que no es sólo un trabajo técnico, sino que está sujeto a la subjetividad de la persona encargada de la valoración, ya que forja sus opiniones en base a fundamentos, que son relativos y por tanto no absolutos, si bien existe un

valor razonable como referencia. Por lo que bajo esta subjetividad, una valoración es correcta desde un punto de vista técnico, siempre y cuando los fundamentos sean razonables o correctos, y por tanto puedan ser justificados y argumentados. Por tanto para poder valorar cualquier empresa será necesario un conocimiento previo del sector donde opera, como funcionan sus competidores, cual es el entorno macroeconómico, etc., ya que todo el análisis nos permitirá llegar a conclusiones operativas de la empresa y establecer cuál será su evolución en el futuro.

Dentro de los diferentes métodos que podrían usarse para establecer el valor de una empresa, el método que generalmente nos proporciona una valoración más adecuada cuando existen expectativas de continuidad de funcionamiento es el basado en el descuento de flujos. Por tanto, para la valoración de Cortefiel se utilizará el descuento de los flujos futuros traídos a valor actual, ya que como sabemos, es preferible un euro hoy que mañana, y a través de este método de valoración podremos saber el valor actual de los cash flows y compararlos a través del tiempo. Pero, ¿Por qué es preferible un cash flow hoy que en el futuro? Hay tres razones importantes que marcan la lógica a esta pregunta y son:

- Preferencia de consumir hoy y no mañana.
- Razones de inflación que decrecen el poder adquisitivo.
- Por riesgo e incertidumbre de entrega de esos cash flows en el futuro.

Los modelos basados en los múltiplos comparables son más comúnmente usados como herramienta de análisis rápido o cuando los Cash Flow de la compañía no se puede estimar con cierta exactitud. Para el caso concreto de este proyecto, los múltiplos serán usados como herramienta auxiliar para contrastar el resultado obtenido a través del descuento de flujos de caja. A la vez que también servirá de análisis comparativo respecto a sus competidores principales.

Es importante valorar una empresa cuando se está pensando en comprar su acción, ya que lo que realmente buscas es recibir un flujo de caja, y por tanto una rentabilidad de dicha inversión. Por tanto, la valoración de empresas busca justificar el precio de una acción antes de tomar decisiones de inversión.

1. El descuento de flujos de caja libre

a. Introducción al descuento de flujos de caja

Antes de entrar en detalle en cada uno de los puntos fundamentales a la hora de estimar los flujos futuros de la empresa, el siguiente cuadro muestra las etapas y aspectos críticos fundamentales para obtener una buena valoración:

1. **Análisis estratégico de la empresa y del sector.**
 - a. Análisis financiero de las cuentas de la empresa.
 - b. Es fundamental identificar la evolución del sector, la posición competitiva de los competidores, los value drivers y la evolución competitiva de la empresa.
2. **Proyecciones de los flujos futuros.**
 - a. Previsión de la evolución del sector y por tanto de la compañía, lo cual deberá ser consistente con las estimaciones financieras previamente realizadas, de la misma manera en que los flujos financieros deberán ser consistentes con las cifras históricas.
 - b. Previsiones financieras del balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, las necesidades de inversión y financiación, el Cash Flow y el valor residual. Después, teniendo en cuenta diferentes valores de “g” y del “wacc”, contemplaremos diferentes escenarios que podrían tener lugar y ver como variaría el valor de la acción.
3. **Determinación del coste de los recursos**, es decir, del coste de la deuda, del capital, y el coste medio ponderado de ambos, lo cual será explicado con más detalle posteriormente.
4. **Actualización de los flujos** en base a la tasa de descuento calculada en el paso anterior, sin olvidar el valor residual, para así llegar a un valor de las acciones.
5. **Interpretación de los resultados** a través de una comparativa con empresas del sector, y principales competidores, justificando el valor obtenido y por tanto que recomendación sería adecuada.

Para la determinación de los flujos de caja también es importante identificar las distintas corrientes de fondos que pueden estimarse (*Pablo Fernández, métodos de valoración de empresas, páginas 18-21*):

- **CFac: flujos de caja para el accionista.**

Para llegar al flujo del accionista, se debe restar al flujo libre los pagos de principal e intereses después de impuestos, y sumando la nueva financiación que entre en la empresa. O lo que es lo mismo, el flujo del accionista es lo que queda después de cubrir las necesidades de inversión y de pagar las deudas con los acreedores. Lo cual se resume en la siguiente fórmula:

$$CFac = FCF - [intereses\ pagados * (1-T)] - pagos\ principal + nueva\ deuda$$

- **CFd: flujos de caja para la deuda.**

El flujo de caja de la deuda se calcula sumando a los intereses de la deuda las devoluciones de principal. De forma que una vez calculado, el valor será descontado a través de la tasa de descuento del coste de la deuda, el cual se explicará detalladamente en apartados posteriores. Para el caso de la deuda, suele considerarse el valor contable como una buena aproximación de su valor de

mercado, siempre que la rentabilidad exigida a la deuda sea igual al coste de la misma.

- **FCF: flujo de fondos libres.**

Para el caso práctico de Cortefiel, la estimación de los flujos se calculará siguiendo esta corriente de fondos, porque es la más frecuentemente utilizada por los analistas. Cuando no existe deuda en la compañía, el flujo de caja libre coincide con el flujo para el accionista.

- **CCF: capital cash flow.**

Consiste en la suma del Cash Flow del accionista y de la deuda, lo que nos daría como resultado el flujo disponible para ambos. Por tanto:

$$CCF = CF_{\text{Fac}} + CF_{\text{D}} = CF_{\text{Fac}} + I - \Delta D \quad I = D * K_d$$

Una vez identificados los diferentes flujos de caja para calcular el valor de la empresa, es importante diferenciar entre balance contable y balance financiero, partiendo de la referencia de Pablo Fernández, y ajustando el balance siguiendo el sistema contable español, ordenando las partidas de menor a mayor liquidez en el activo, y de menor a mayor exigibilidad en las partidas del pasivo:

Balance contable		Balance financiero	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Activos no corrientes netos	Patrimonio neto	Activos no corrientes netos	Patrimonio neto
Existencias	Pasivo financiero a largo plazo	NOF	Deuda financiera
Deudores	Pasivo financiero a corto plazo		
Caja	Acreedores Provisiones		

NOF = caja + deudores + existencias - acreedores - provisiones

Fuente de elaboración propia a partir de Pablo Fernández (métodos de valoración de empresas)

Como se puede apreciar en la imagen anterior, el activo financiero es el activo total menos la financiación espontánea, o lo que es lo mismo los activos no corrientes netos más las NOF, que son las necesidades operativas del negocio. De manera simplificada, podríamos decir que las NOF se calculan sumando la caja operativa, más los clientes e inventario, y restando los proveedores. Mientras que el valor de la empresa será igual a la suma de la deuda financiera más los recursos propios.

Es importante identificar esta distinción ya que es fundamental para poder estimar correctamente los flujos de caja, ya que del balance financiero obtendremos las necesidades de inversión tanto en NOF como en Capex.

Para la estimación del balance contable a futuro, cabe distinguir lo siguiente:

- Activos no corrientes y de largo plazo, se valoran inicialmente por su coste histórico, y posteriormente se va reduciendo su valor por medio de la amortización de los mismos, mostrando el valor razonable de los mismos.
- Activos corrientes o de corto plazo, donde cabe destacar el inventario, deudores y caja, los cuales son fácilmente transformables en caja durante el próximo ejercicio contable.
- Pasivos a corto plazo, son las deudas que tiene la empresa sin carácter permanente, entre los más habituales encontramos los créditos de proveedores, los pagarés y los créditos bancarios.
- Pasivos a largo plazo, son valorados al valor nominal en el momento de la emisión, algunos ejemplos son los préstamos, el leasing y los bonos de deuda.
- Patrimonio neto, cuenta con un capital que será principalmente estático a lo largo del tiempo, y que por tanto el patrimonio neto se verá aumentado o disminuido en función del beneficio neto obtenido, de los dividendos pagados y de la recompra de acciones, entre otras posibles alternativas que causarían aumento o decremento de la masa patrimonial.

b. Determinación del flujo de caja

Para el cálculo de los flujos de caja libre, estos serán descontados cada año a través de una tasa, que calcularemos por medio del WACC, para lo cual se necesitará el coste de la deuda y el coste del capital. Dicha tasa será explicada posteriormente con más detalle.

Para la determinación del flujo de caja, se parte de los siguientes componentes:

- Para el cálculo del Cash Flow, es necesario conocer el EBIT de la empresa, que es el beneficio antes de intereses e impuestos, para lo cual se tienen que restar a los ingresos, los gastos operativos, las amortizaciones y provisiones.
- El siguiente paso es la obtención del NOPAT, calculado sobre el EBIT (sin tener en cuenta los intereses de deuda), que nos da como resultado el beneficio operativo de una empresa tras los impuestos. Por lo que el cálculo es el siguiente: $NOPAT = EBIT - Impuestos$.
- Una vez obtenido el NOPAT, se procede al cálculo del flujo de caja bruto, para lo cual se suma al NOPAT los gastos de amortización de la empresa y las provisiones.
- Finalmente, para obtener el flujo de caja libre neto, se restará del flujo de caja bruto la inversión en Nof (activo corriente) y el Capex (activo no corriente).

$$VE = \frac{FF1}{(1+wacc)} + \frac{FF2}{(1+wacc)^2} + \frac{FF3}{(1+wacc)^3} + \frac{FFn+VR}{(1+wacc)^n}$$

Siendo VE (valor de la empresa), FF (flujos de caja), WACC (tasa de descuento), VR (valor residual).

Donde FF_i son los flujos de fondo generados en cada periodo; VR es el valor residual de la empresa, y K es la tasa de descuento aplicada a los Cash Flows.

c. Estimación de los flujos de caja

La estimación de los flujos de caja a futuro se calcula siguiendo la explicación detallada en el apartado anterior “determinación del flujo de caja libre”.

La base para obtener una buena estimación requiere de un análisis exhaustivo y riguroso de cada una de las partidas financieras generadoras de Cash Flows, si bien como en todo modelo, habrá que establecer determinadas hipótesis por la inexactitud o falta de información en determinadas partidas que no puedan ser fácilmente estimables o medibles con precisión. Por tanto las hipótesis serán la herramienta que nos permitirá explicar con un razonamiento lógico el resultado final de dicha estimación. Un ejemplo de hipótesis en el modelo es el establecimiento de un porcentaje de crecimiento de las ventas en función de variables como podrían ser las expectativas a futuro de la inflación, las de inversión de la compañía, el ciclo de la empresa y el crecimiento esperado en el sector.

Dentro de este apartado de estimación, centraremos la atención en la estimación del flujo de caja libre (FCF), puesto que será el de aplicación práctica para la valoración de Cortefiel. El flujo de caja libre es aquel que se genera por las operaciones de la empresa, es decir, el que proviene del desarrollo de la actividad principal de una compañía, sin tener en cuenta la deuda financiera después de impuestos. Por tanto, es el cash flow disponible en la empresa después de cubrir las inversiones en Capex y en NOF.

Por lo que para el cálculo de los cash flows a futuro, se llevará a cabo una estimación de los flujos a recibir y a pagar en cada periodo. El número mínimo de periodos aceptables para la estimación del valor de la empresa es de 3 a 5 años, ya que cuanto mayor sea el horizonte temporal, más incertidumbre hay en las estimaciones (*Juan Mascareñas; fusiones y adquisiciones de empresas, página 298*). Es importante destacar que la contabilidad utiliza el enfoque de lo devengado basándose en criterios arbitrarios, por lo que para el cálculo de los flujos libres abra que ajustar la estimación siguiendo el enfoque de caja, es decir, dinero efectivamente recibido o entregado.

El siguiente ejemplo gráfico ilustrará con más claridad cómo llegar al Flujo de Caja Libre a través de la cuenta de resultados en cada uno de los periodos, citando como autor del gráfico a Pablo Fernández:

Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)
-Impuestos sobre el BAIT (30%)
Beneficio neto de la empresa sin deuda
+Amortización
-Incremento de activos fijos
-Incremento de NOF
Free cash flow

Para llegar al Free Cash Flow se parte del BAIT, y se aplica la tasa impositiva, por tanto, sin tener en cuenta el efecto de los costes de la deuda, a partir de lo cual, se suma la amortización (ya que se trata de un coste ficticio que no sale de la empresa, y que solo

tiene efectos fiscales que reducen la carga impositiva) y se restan las inversiones en NOF y Capex.

Para la obtención del Free Cash Flow se prescinde de la financiación para tener una visión de la rentabilidad económica de los activos de la empresa después de impuestos, en base al principio de empresa en funcionamiento y teniendo en cuenta las inversiones necesarias en cada periodo.

Una vez estimados los flujos en cada periodo, se descontarán todos al valor actual utilizando el WACC (coste medio ponderado de las acciones y la deuda).

d. Tasa de descuento (coste del capital y la deuda)

Para el desarrollo del coste de la deuda y el capital se ha tomado como referencia a *Juan Mascareñas, Fusiones y adquisiciones de empresas, capítulo 8: el coste del capital*).

Dentro de este epígrafe y es importante mencionar el valor intrínseco de la acción, el cual dependerá en gran medida de los cash flows futuros que se esperan obtener, y para poder llegar a ese valor se deberá recurrir a la tasa de descuento, que será el coste mínimo exigido, y que explicaremos más detalladamente a continuación.

De igual importancia que es realizar una adecuada estimación de los flujos a futuro de la compañía, la correcta determinación de la tasa de descuento es fundamental para obtener un valor que se ajuste en la mayor medida de lo posible al valor real. Por tanto, una estimación podría ser infravalorada o sobrevalorada aplicando una determinada tasa de descuento, de forma que la valoración final es aquella que el interesado busca, pudiendo distar en gran medida del valor real.

Por tanto, la tasa de descuento refleja la magnitud de los factores que ajustan el descuento de los flujos. Por lo que a la hora de estimar de manera adecuada la tasa es necesario tener en cuenta los siguientes elementos:

- Retorno real esperado en términos de consumo.
- Inflación esperada, para tener una percepción del poder de compra de los cash flows.
- Premium a pagar por la incertidumbre asociada a esos cash flows futuros.
- Riesgo asociado a la empresa sujeto de valoración.

Para el cálculo adecuado de la tasa de descuento a aplicar hay que tener en cuenta una serie de variables ya sea para el cálculo del coste de la deuda o del capital. Donde la

tasa de descuento aplicada será mayor en aquellos cash flows con mayor riesgo, reduciendo de esa manera el valor actual de los mismos; y menores tasas cuando los cash flows son más estables, lo que dará lugar a un valor actual mayor.

A continuación se detallarán las alternativas que existen para poder calcular el coste de la deuda y el capital:

- Coste de deuda: es la rentabilidad exigida a la deuda. Se trata de recursos ajenos que obtiene la empresa para financiar sus actividades. Cabe mencionar que el rendimiento mínimo a pagar está actualizado a valores de mercado en función de emisiones de deuda con un riesgo y un vencimiento similar. Al tipo del activo libre de riesgo, se le añade una prima en función de la percepción del prestamista a la probabilidad de impago por parte del prestatario. Por lo que a mayor percepción de riesgo de impago, mayor será la prima y por tanto mayor el coste de la deuda. El coste de la deuda puede obtenerse de la siguiente manera:
 - A través del rating de un bono, en el caso de que la empresa los haya emitido.
 - Otra forma es estimar la tasa a través del “interest coverage ratio”, calculado como un ratio de los ingresos operativos dividido entre los gastos financieros. Una vez calculado el ratio, la prima se puede estimar a través de la deuda cotizada en el mercado.
 - También se podría calcular dividiendo los gastos financieros entre el total de deuda de la empresa, y de esa forma obtener una aproximación de la tasa a la que está sujeta la compañía en el pago de intereses.

El último elemento para estimar el coste de la deuda es la tasa impositiva. Por lo que el coste de la deuda después de impuestos se calcula de la siguiente manera: $(\text{la tasa libre de riesgo} + \text{la prima por impago}) \times (1 - \text{tasa impositiva})$.

- Coste de capital: para su desarrollo se ha consultado el manual de Juan Mascareñas, si bien los autores de los modelos que se plantean a continuación son los economistas Myron J. Gordon y Eli Shapiro, para el método del crecimiento constante de los dividendos, y Harry Markowitz como autor del modelo CAPM.

El coste de las acciones, es el rendimiento mínimo que esperan obtener los accionistas por su participación en la inversión. El coste de las acciones es mayor al coste de la deuda, porque las acciones están expuestas a un mayor riesgo, ya que en caso de quiebra de la empresa, son las últimas en recibir el pago de lo prestado.

Existen diferentes métodos para el cálculo del coste de capital, si bien el método más comúnmente usado es el CAPM desarrollado en 1960, aunque existen otros como puede ser el caso del método de Gordon y Shapiro.

El método de Gordon y Shapiro, se basa en un crecimiento constante de los dividendos a través de la siguiente fórmula:

$$K_e = (DIV_1/P_0) + g$$

Siendo **Div₁** los dividendos a percibir en el próximo periodo = $Div_0 (1+g)$, con **P₀** el precio actual de la acción y **g** la tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos.

Para el caso práctico de Cortefiel, el método que se usará para el cálculo del coste de capital es el CAPM, que calcula el coste del capital a través de la siguiente fórmula:

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

Donde:

- R_i = coste del capital.
- R_f = coste del activo libre de riesgo.
- Beta = mide la volatilidad, el riesgo sistemático o de mercado, el cual mide la sensibilidad de la acción a los movimientos del mercado.
- $(R_m - R_f)$ = la prima de mercado.

El valor de la beta depende del tipo de negocio y sector en el que opere una empresa, también está en función del apalancamiento operativo de la empresa, ya que cuanto mayor sea la proporción de los costes fijos sobre el total, mayor será la beta, ya que los beneficios antes de intereses e impuestos serán más volátiles, y por último, el valor de beta también depende del apalancamiento financiero, ya que cuanto mayor sea la proporción de deuda financiera sobre el total de recursos propios, mayor será el riesgo y exposición a la posibilidad de impago o quiebra, obteniendo así un mayor valor de beta por el riesgo financiero asociado. Cabe mencionar también que la beta mide la volatilidad de manera que:

- **Si la beta tiene un valor igual a 1**, eso implica que la acción se mueve en sintonía con lo que obtiene el mercado, lo que implica que si el mercado sube un 1%, la acción también subirá en 1%.
- Si por el contrario, **la beta es superior a 1**, eso implica que la acción es más volátil que el mercado, de forma que si el mercado baja en un 1%, el valor de la acción bajará más que ese 1%.
- Por último, **la beta podría tener un valor inferior a 1**, en este caso, el valor de la acción presentaría una volatilidad menor a las oscilaciones del índice, de forma que si el índice cae un 1%, la acción caerá por debajo de ese 1%.

Una vez calculados el coste de la deuda y el capital, hay que tener en cuenta las siguientes consideraciones, las cuales se usarán en la valoración de Cortefiel:

- Para el caso del cálculo de los flujos libres para el accionista, la tasa adecuada de descuento es la obtenida para el coste de capital, que se hallará a través del CAPM. Este modelo asume que no hay costes de transacción para los inversores y que todos tienen la misma información. Es un modelo simple e

intuitivo, y aunque es el más usado a nivel global, también es necesario mencionar que algunos de sus supuestos son irrealistas. Sin embargo, hay parámetros que son muy difíciles de estimar, por tanto es una de las mejores aproximaciones para la medición del riesgo asociado a una acción.

- Sin embargo, cuando lo que se está calculando es el flujo de caja libre de la compañía (Free Cash Flow), la tasa de descuento apropiada es el WACC (coste ponderado de los recursos), que se calcula teniendo en cuenta el coste de la deuda y el del capital a través de la siguiente fórmula:

$$WACC = \frac{E}{V} * ke + \frac{D}{V} * Kd * (1 - T)$$

Los parámetros son los siguientes:

- E/V = peso del capital respecto al total de deuda financiera más capital.
- R_e = coste del capital
- D/V = peso de la deuda financiera respecto al total de deuda financiera más capital.
- R_d = coste de la deuda.
- T = tasa impositiva.

e. Valor residual

El valor residual se calcula a través de la siguiente fórmula:

$$VR_n = CF_n \frac{(1+g)}{(wacc-g)}$$

Este método es el más habitual y por ello centraremos el análisis a partir de esta expresión, si bien hay otras alternativas para su cálculo, que no son objeto de estudio este trabajo.

En la fórmula para calcular el valor residual, la variable pendiente de identificar es “g”, que es la tasa de crecimiento constante de los flujos a partir del último año estimado. Dicha tasa suele estimarse entre un 2-3%, si bien hay que tener en cuenta que la tasa de crecimiento a perpetuidad no puede ser superior al crecimiento de la economía, puesto que esto implicaría que la empresa podría llegar a ser más grande que un país. Para el caso práctico de Cortefiel, la tasa aplicada será de un 2,5%, lo cual está en línea con el crecimiento esperado para la economía española, que se explicará con más detalle en la parte práctica del trabajo.

El valor residual se suma al valor actual de los flujos de caja estimados. El valor residual se calcula siempre y cuando se prevea la continuación de funcionamiento de la empresa en el futuro. Existen diferentes técnicas para poder calcular el valor residual¹,

¹ Fusiones y adquisiciones de empresas, Juan Mascareñas, McGraw-Hill, capítulo 9: el flujo de caja libre; 9.4: estimación del valor residual (página 298-304).

y las cuales expondremos a continuación (*Juan Mascareñas, fusiones y adquisiciones de empresas*):

- **Crecimiento perpetuo del flujo de caja libre**

Mediante este método, el valor residual se calcula aplicando al último flujo de caja estimado (CF_n), una tasa anual constante de crecimiento. “wacc”, es el coste del capital medio ponderado calculado a través de la tasa de descuento de los flujos de caja. También es necesario volver a mencionar el hecho de que “g” es una tasa de crecimiento a perpetuidad de manera que debe ser consistente con el crecimiento futuro a largo plazo de la economía donde opera la empresa, ya que si la tasa de crecimiento fuese mayor que la tasa media de crecimiento del PIB, esto supondría que a largo plazo el valor de la empresa sería mayor que el valor del país en donde opera, lo cual carece de un razonamiento lógico y sostenible.

A pesar de ser uno de los métodos más comúnmente usados, existen una serie de críticas al método, ya que existen limitaciones a la hora de estimar los flujos. En primer lugar el riesgo sistemático puede medirse y ser adaptado en función de las condiciones previsibles que se esperan para el mercado y el sector, y por ende de la empresa, pero es cierto que está sujeto a mucha volatilidad e incertidumbre, ya que cuanto más nos alejemos en el tiempo, más complicado es el obtener unas previsiones cercanas a la realidad, puesto que estamos sujetos a la ocurrencia de sucesos negativos que nadie imagina que puedan pasar, como podría ser el caso del atentado de las Torres Gemelas en Nueva York, entre otros.

Además de este inconveniente, habría que añadir el hecho de que ningún negocio es capaz de crecer de manera perpetua, ya que lo que se trata de medir en mayor medida no es la generación de cash flows hasta el infinito, de manera que aunque el práctica se calculará siguiendo este método, trataremos de obtener una estimación comparativa mediante el uso de un múltiplo de EBITDA, que se explicará con más detalle a continuación, como otra de las alternativas existentes en el cálculo del valor residual.

- **Múltiplo EBITDA**

En el epígrafe relacionado con el método de los múltiplos comparables abordaremos más detalladamente su utilidad y se explicarán los más usados a nivel global cuando se comparan empresas. El primero y más usado se detalla brevemente a continuación:

Con este múltiplo compararemos el valor total de la empresa con el beneficio operativo o de explotación. El EBITDA es el beneficio que obtiene la empresa después de descontar de la cifra de negocio neta, el total de los gastos operativos del negocio, es decir, todo lo que tenga que ver con el desarrollo de la actividad de la empresa. Por lo que en el cálculo del EBITDA, se excluye el la amortización, el pago de los intereses de la deuda y el impuesto de sociedades.

De manera que los múltiplos nos permiten comparar en mayor medida empresas del mismo sector evitando el inconveniente de las estructuras de capital. El múltiplo se calculará por medio de la siguiente fórmula:

$$\text{Múltiplo EBITDA} = \text{VE} / \text{EBITDA}$$

Donde VE, es el valor total de los activos operativos de una empresa, que se obtiene sumando la capitalización bursátil, más la deuda, y descontando el exceso de caja que no sea necesaria para el funcionamiento normal del negocio.

f. Cálculo del valor de la empresa (VE)

Siguiendo con el epígrafe anterior donde se menciona el valor de la empresa para el cálculo del múltiplo EBITDA, en este apartado profundizaremos más ampliamente acerca de su cálculo puesto que es un elemento fundamental en la valoración de empresas.

El valor de la empresa se puede obtener partiendo de la siguiente fórmula²:

$$\text{VE} = \sum_{i=1}^n \text{FCL}_i (1 + \text{wacc})^i + \text{VR} / (1 + \text{wacc})^n$$

De manera que para saber el valor de las acciones bastaría con resta al valor de la empresa, el valor de la deuda financiera neta:

$$\text{Valor de las acciones} = \text{VE} - \text{Deuda financiera neta}$$

Al igual que en el caso de la estimación de los flujos de caja, el cálculo del valor de la empresa está bajo condiciones de incertidumbre, por lo que el valor que se obtenga será función del escenario estimado y tenido en cuenta tras el análisis exhaustivo del mercado, del sector y de la empresa, por lo que, mediante el desarrollo de diferentes escenarios se podría ver como variaría la estimación y por tanto tener un rango de posibles resultados en los que basarse. Los escenarios podrían construirse a través de un rango de valores para "g", lo que daría lugar a diferentes valores de la empresa en función de los diferentes valores de la tasa de crecimiento aplicada a los flujos de caja libre descontados, y ver en qué medida se ve afectado el resultado final de la estimación.

² Fusiones y adquisiciones de empresas, Juan Mascareñas, McGraw-Hill, capítulo 9: el flujo de caja libre; 9.5: cálculo del valor de la empresa (página 305-307).

2. Método de los múltiplos comparables

Para el desarrollo del epígrafe, se ha tomado como referencia a *Pablo Fernández, métodos de valoración de empresas, páginas 10-15; Juan Mascareñas, Fusiones y adquisiciones, capítulo 10: multiplicadores.*

A diferencia del método anterior explicado, este método se basa en la cuenta de resultados de la empresa (el de valor contable se basa en el balance), tratando de determinar el valor de la empresa a través de la multiplicación de las partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias por un coeficiente o múltiplo. Si bien es importante destacar de nuevo que es preciso utilizar múltiplos de empresas comparables para poder interpretar los resultados de la empresa objeto de valoración de manera adecuada. Por empresa comparable, nos referimos a aquella que es similar a la empresa objetivo de valoración en cuanto a productos, mercados, flujos de caja, tasas de crecimiento, apalancamiento financiero y operativo, y riesgo. Cuando no existe una empresa semejante para poder comparar, lo habitual es recurrir a los valores medios de los múltiplos del sector en el que opera la empresa.

Las principales ventajas del uso de múltiplos es su simplicidad de cálculo y de análisis, ya que nos permite comparar empresas rápidamente, aportando información relevante sobre el valor de las empresas, y por tanto también es fácil comprender los resultados que arrojan. Como cualquier otro método, los múltiplos también presentan una serie de desventajas y limitaciones que pueden ser paliadas con el uso de otro método de valoración como es el caso del descuento de flujos de caja previamente desarrollado.

Si bien, cabe mencionar como principales limitaciones de los multiplicadores, la falta de información que nos permita desglosar las partidas que componen el resultado del múltiplo; además es difícil establecer una comparación entre múltiplos puesto que los elementos que lo componen y el significado que aportan son diferentes; y a ello se suma la facilidad de manipulación de los resultados, debido principalmente a la falta de desglose de las partidas, como se ha expuesto anteriormente, además de la facilidad de sobrevaloración o infravaloración que podrían tener los múltiplos del sector, y que daría lugar por tanto a una valoración errónea de la empresa.

Cuando se trata de una empresa no cotizada, al tomarse de referencia los principales competidores o en caso de no encontrar ninguno que pueda resultar comparable, se tomaría el sector como referencia, el valor obtenido será ajustado a través de una prima de liquidez, debido a la dificultad de vender o comprar acciones de una empresa de tales características.

Algunos ejemplos de los múltiplos más comúnmente usados son los siguientes³:

- **Múltiplo PER.**

Para el cálculo del múltiplo, se multiplica el beneficio neto por el coeficiente PER (*Price Earnings Ratio*). El PER indica el número de veces que el beneficio está comprendido en el

³https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/Manual_Valorar_empresa_Cotizada.pdf

precio de la acción o dicho de otra manera, el número de años necesarios para recuperar la inversión en función de los beneficios de la empresa, si el beneficio fuese constante.

Para poder saber si una empresa es barata o cara en función del múltiplo del PER es necesario conocer el PER del sector y de los principales competidores, ya que nos permitirá comparar la evolución y por tanto llegar a una conclusión. Es decir, si por ejemplo el PER es 20x y el del sector es de 10x, se puede concluir que la empresa es más cara que la media del sector, pero sin el dato del sector, ese 20x no nos da información útil que pueda ser interpretada adecuadamente, ya que si el PER del sector fuese de 30x, entonces la empresa estaría barata, por lo que es una medida relativa que por sí sola no aporta valor.

$$PER = \frac{\text{Precio}}{\text{Beneficio por acción}}$$

El PER nos permite comparar los precios de las acciones, ya que nos da información de lo que el mercado paga por cada euro de beneficio, y por tanto detectar oportunidades de compra o venta en el mercado.

Para el cálculo del precio de las acciones de una empresa no cotizada, multiplicaremos el PER de una empresa comparable del sector por el BPA de la empresa objeto de valoración. Como se ha mencionado en epígrafes anteriores, habrá que penalizar dicho resultado por la falta de liquidez de estas acciones, de forma que el precio podría llegar a ser dos tercios del precio de mercado calculado a través del PER.

- **El valor de los dividendos.**

Los dividendos son los flujos periódicos que reciben los accionistas en función del número de acciones que posean de la empresa en cuestión. El valor de la acción es por tanto el valor actual de los dividendos que se esperan obtener, lo cual se expresa a través de la siguiente fórmula:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA}{K_e}$$

Donde el DPA es el dividendo por acción y K_e la rentabilidad mínima exigida por el accionista. Como ya se expuso anteriormente, el coste del capital será calculado a través del CAPM.

Cuando se espera que el dividendo crezca indefinidamente a una tasa constante, el valor de la acción se calcularía a través de la siguiente fórmula:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA_1}{(K_e - g)}$$

Donde DPA_1 es el dividendo por acción del próximo año.

- **Múltiplo de las ventas.**

Este múltiplo se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Múltiplo de ventas} = \text{EV} / \text{ventas}$$

- **Múltiplo del valor de la empresa/BAIT.**

En este múltiplo se compara el valor de la empresa, con el BAIT, que es el beneficio antes de intereses e impuestos, el cual es un ratio PER desapalancado.

$$\text{Múltiplo BAIT} = \frac{VE}{BAIT}$$

- **Múltiplo del valor de la empresa/EBITDA.**

Como ya se ha explicado en el apartado del cálculo del valor residual en el método del descuento de flujos de caja, el múltiplo EBITDA trata de medir cuantas veces el activo operativo está incluido en el beneficio operativo. Es uno de los múltiplos más precisos de entre todos los que se pueden calcular, debido a que no se encuentra afectado por las políticas de amortizaciones ni las estructuras de capital de las empresas.

Como recordatorio, la fórmula es la siguiente:

$$\text{Múltiplo EBITDA} = \text{VE} / \text{EBITDA}$$

- **Múltiplo del valor de las acciones/valor contable.**

Este ratio es más conocido como el precio-valor contable, o con sus siglas en inglés “Price to book value ratio”. Este ratio es más usado en aquellas empresas que tienen activos fijos, por lo que no tiene mucho sentido su uso dentro de sectores que enmarcan su actividad en la prestación de servicios.

$$\text{P/B ratio} = \frac{\text{Precio de mercado por accion} = n}{\text{Valor contable por accion} = n}$$

2. Valoración de empresas no cotizadas

Cabe mencionar **la valoración de empresas no cotizadas**⁴, y que particularidades hay que tener en cuenta, ya que no es tan sencillo como en el caso de una empresa ya cotizada de la cual existe mayor información disponible, especialmente acerca de sus cuentas anuales que son de obligatoriedad de publicación para todos, lo cual también interesa a la empresa para que se hagan mejores estimaciones y obtener una valoración más exacta. Además, existen diferentes grupos de analistas que valoran dichas empresas, por lo que existen puntos de

⁴ El desarrollo de este epígrafe tiene como referencia el libro de Francisco J. López Lubián y Walter de Luna Butz, valoración de empresas en la práctica, McGraw-Hill, Instituto de empresa (capítulo 3).

referencia bajo los cuales contrastar los resultados obtenidos tras una estimación propia de dicha compañía.

Por tanto, cuando se trata de una empresa no cotizada, presentas la desventaja de no tener otros puntos de referencia bajo los que comparar los resultados, por lo que ello exige una mayor rigor en la búsqueda de información, ya que será un proceso más complicado y laborioso ya que se conoce poca información sobre cómo va funcionando el negocio, lo que dificulta la estimación de los flujos. Dada la falta de comparativa con otras estimaciones de la misma empresa por otros agentes, una solución al problema es tratar de compararlo con el sector y por ende con su principal competidor de forma que haya consistencia en los valores obtenidos. Para el caso concreto de Cortefiel, lo compararemos con su principal competidor, que es Inditex, del cual existe amplia información y numerosos análisis acerca de su evolución en el futuro.

Como se ha explicado anteriormente, el método del descuento de los flujos de caja sigue siendo válido para empresas no cotizadas, ya que lo que se trata es de valorar los flujos futuros que se espera obtener de dicha empresa. La forma en la que obtendremos los flujos es la misma que para una empresa cotizada, ya que deberemos analizar tanto la empresa como el sector y los competidores, para poder tener fundamentos que nos permitan estimar los cash flows futuros, y la forma de calcularlos y de descontarlos será la misma. Si bien, dicho esto, es necesario mencionar algunas particularidades que hacen diferente la obtención de determinadas variables en función de si la empresa es cotizada o no, encontrando los principales puntos a tratar en la obtención de la tasa de descuento, lo cual resumiremos a continuación enumerando los puntos clave que marcan la diferencia:

- **Cálculo del coste del capital.** La principal diferencia que hay entre una empresa cotizada y otra que no, es que la no cotizada no tiene una beta que mida su volatilidad, ni tampoco existe información acerca de la rentabilidad de mercado que exigirían sus accionistas, de manera que el uso del CAPM es posible, y se usará, pero hay que estimar dichas variables de la siguiente manera:
 - Para el cálculo de la beta, hay dos posibles alternativas para obtenerla, ya sea teniendo en cuenta la beta media del sector y aplicándola a la empresa, o usando la beta del principal competidor, mediante el desapalancamiento de la misma para después aplicar la estructura de capital de la empresa de la que queramos obtener la beta. Es un proceso sencillo pero más laborioso, que en el caso de una empresa cotizada de la que ya se tienen todos los datos disponibles.
 - En el caso de la rentabilidad de mercado, otra de las variables necesarias para el cálculo de la rentabilidad del capital a través del CAPM, se seguirá un proceso similar al cálculo de la beta, basándonos en una media de un conjunto de datos históricos del sector objeto de estudio o si fuese más adecuado, a través de los datos pertenecientes al principal competidor.

- También cabe mencionar la posibilidad de incluir al coste de las acciones una *prima de liquidez*⁵ debido a la menor demanda de las acciones de una empresa no cotizada, y que por tanto para poder ser más atractivas deberán ofrecer una rentabilidad mayor. El valor de la tasa de liquidez podría ser de entre un 0% y un 50%, si bien es algo muy subjetivo y difícil de estimar con precisión.
- **En cuanto al coste de la deuda**, la cual está valorada a valor de mercado, utilizaremos el ratio gastos financieros divididos por deuda media, lo cual nos dará una aproximación del coste de financiación, y será una referencia válida siempre y cuando sea una tasa superior a la del activo libre de riesgo, que será un bono del estado, ya que la empresa presenta un mayor riesgo de impago o quiebra que el estado, por lo que dicho esto, existe un spread entre el coste de la deuda y del activo libre de riesgo que mide ese riesgo para el inversor. Si dicho ratio es inferior al coste del activo sin riesgo, se procederá al uso del activo libre de riesgo más un spread de mercado, de manera que sea posible la obtención de una tasa consistente, o como en el caso del coste del capital, se usará una media del sector o del principal competidor como punto de referencia. De forma que se cumpla que el coste de la deuda es menor que el WACC, y este menor que el coste del capital.

Tanto en el caso del coste de capital como de la deuda, el cálculo mediante datos del sector o de los competidores, se basa en valores que realiza y calcula la bolsa tanto del sector base de estudio como de las empresas que operan en él, y que por tanto se trata de compañías que están cotizando en bolsa, ya que la principal diferencia de una empresa no cotizada y otra cotizada, es que la primera carece de un precio de mercado para valorar, para lo cual se usará el valor teórico de las acciones de la empresa cotizada para poder tener una referencia del valor de las acciones para la empresa no cotizada. También es necesario tener en cuenta que los competidores tienen que tener una estructura de capital, de riesgos y de rendimientos similar a la empresa sujeto de valoración puesto que en caso contrario, la estimación podría distorsionarse y alejarse de la realidad, y no sería válida como punto de referencia del que obtener unos valores comparativos. De lo cual se concluiría que la estimación sería incorrecta y carente de valor.

⁵ Fusiones y adquisiciones de empresas, Juan Mascareñas, capítulo 8: el coste del capital, página 278.

Aplicación práctica: Valoración de Cortefiel

1. Introducción de la compañía

El Grupo Cortefiel fue fundado en Madrid en 1880 y se ha convertido en una de las principales compañías Europeas del sector moda en el segmento de las cadenas especializadas. Tiene presencia en 84 países con más de 2.054 puntos de venta en todo el mundo. Los principales punto de venta en Europa se encuentran en España y Portugal, en Oriente Medio y África destaca Arabia Saudí, y en América el país con más puntos de venta es México.

El grupo se compone de Cortefiel, Pedro del Hierro, Springfield y Women'Secret, a lo que se suma las tiendas Outlet Fifty Factory. Cada una de ellas cuenta con su propio equipo de diseño y con una estructura comercial y de gestión enfocada en el cliente.

- **Cortefiel** es la primera marca creada por el Grupo Cortefiel en 1945, que ha construido su modelo de negocio buscando un estilo propio, basado en la elegancia, la calidad, la comodidad y la funcionalidad. Gracias a años de esfuerzo y dedicación a conseguido situarse entre las firmas de referencia no solo en España, sino también en Europa. Entre sus principales clientes, Cortefiel se dirige principalmente hacia un público masculino y femenino de entre 35 y 45 años, con un negocio más reducido dentro del ámbito juvenil y dirigido hacia todos aquellos de mente abierta y dispuestos a adoptar nuevas tendencias. Al mismo tiempo, trata de ofrecer un confort renovado para personas del mundo actual, para lo cual ha recurrido a materiales y líneas más innovadoras.
- Grupo Cortefiel adquirió la marca **Pedro del Hierro** en 1992, siendo la marca un referente de moda urbana. El diseño de la marca Pedro del Hierro está en constante evolución tanto en Prêt-à-Porter como en alta costura y vestir urbano. La expansión internacional de la marca comenzó en 2007 y cuenta actualmente con 467 puntos de venta en 40 países.
- La marca **Springfield** es la más joven y urbana del grupo, la cual se creó en 1988 como alternativa a las tiendas de moda masculina tradicionales. Por la gran acogida que tuvo la marca, pronto se embarcó en nuevas líneas de básicos con colecciones adaptadas a las tendencias. Desde sus inicios, la evolución y el crecimiento han sido constantes, marcando un punto de inflexión en 2006 con el lanzamiento de la colección femenina. Springfield es una marca dirigida a chicos y chicas de entre 20 y 30 años. El uso personal que hace la marca del color, juntos con la el cuidado especial del patronaje, el lavado, y el proceso de diseño, hace que las creaciones se doten de un carácter inconfundible de causal relajado. La marca empezó su expansión internacional cuatro años después de su creación en Portugal, con una presencia en la actualidad en 70 países con 890 puntos de venta, tanto de tiendas propias como de franquicias.

- La marca **Women'Secret** fue creada en 1993 en Madrid, con la visión de convertirse en líder en creatividad, eficiencia y sensibilidad dentro del sector de corsetería y lencería. La marca no ha parado de cosechar éxitos comenzando su expansión internacional en 2001. A día de hoy cuenta con 620 tiendas en 62 países. Women'Secret es una marca de ropa interior, ropa para dormir, accesorios y ropa de baño para mujeres de entre 25 y 40 años. La marca trata no solo de provocar emociones con sus diseños, sino también busca dar soluciones. Se trata de una marca especializada en el universo femenino, que ha forjado la imagen de marca global capaz de mezclar prestigio, feminidad, contemporaneidad y buen precio. Cuenta con su propia tienda online de venta en toda la zona euro metropolitana.
- **Antonio Miró** abrió su primera tienda en Barcelona en el año 1939. En 2004 el Grupo Cortefiel realiza una alianza en régimen de licencia para la fabricación y distribución de sus diseños por un periodo de 10 años (a punto de finalizar). A ese acuerdo se amplió un año después una opción de compra sobre el 60% de Antonio Miró, a ejercer en 2007; sin embargo, dicha opción no se realizó.
- **Outlet Fifty Factory** nace en el año 1997. Es la cadena Outlet de todas las marcas del Grupo Cortefiel. En la actualidad cuenta con 33 puntos de venta entre España y Portugal. Desde finales de los años ochenta el Grupo Cortefiel ha experimentado un crecimiento exponencial en España. No solamente se ha incrementado el número de puntos de venta, sino que también los beneficios de la empresa han sido cada vez mayores.

A continuación, la tabla refleja el volumen de negocio de las cadenas principales del Grupo actualmente.

Cadenas comerciales	Volumen de negocio	Cifra de negocio
Springfield	41,34%	418 millones €
Cortefiel	34%	343,7 millones €
Women'secret	20%	202,2 millones €
Otros	4,66%	47,1 millones €

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales del Grupo Cortefiel (Febrero 2015).

El grupo cuenta con una red de oficinas internacionales de compra en España, Hong Kong e India. La distribución logística está centralizada en Madrid (Aranjuez), lo cual se complementa con un centro en Hong Kong para abastecer tanto a tiendas propias como a franquicias. Con el fin de gestionar el modelo de negocio de forma eficiente, en los servicios centrales del grupo confluyen las funciones administrativas, financieras, tecnológicas, de expansión, sourcing, operaciones y recursos humanos, además de otras funciones corporativas relevantes.

La estrategia de crecimiento multi-marca, se ve reforzada por la expansión internacional y la evolución del canal on-line. La estrategia de expansión se lleva a cabo a través de un plan de expansión geográfica de Grupo Cortefiel por medio de tiendas propias, principalmente en Europa, y franquicias como vehículo de expansión internacional. Se trata de una empresa con empleados de 24 nacionalidades que trabajan para alcanzar la excelencia de productos y servicios, situándose la cifra de negocio del grupo en el ejercicio de 2014 en 1.011 millones de euros.

Misión, visión y valores

(Web corporativa de Cortefiel)⁶

Misión

Ser un grupo líder internacional de cadenas especializadas en moda, orientado a satisfacer las necesidades de nuestros clientes, hacer crecer a nuestros profesionales y contribuir al desarrollo de la sociedad.

Visión

Ofrecer la mejor moda, coherente con el estilo de vida de nuestros clientes, logrando la diferenciación y la mayor diversidad de productos con total expansión internacional.

Valores

- Pasión por la moda, sus marcas y productos. La pasión por el negocio y la actitud de mejora continua en la ejecución, se refleja en todo lo que hace cada una de las personas que trabajan en la compañía.
- Atención y cuidado del personal de la compañía, hace que su desarrollo posibilite el crecimiento sostenible del negocio.
- Focalización en el cliente, centrando el trabajo diario del grupo en conocer y satisfacer las necesidades actuales de los potenciales usuarios de la marca y anticiparse a las nuevas tendencias.
- Establecimiento de una cultura de respeto y responsabilidad como piedra angular y de unión del resto de valores.
- Diversidad de equipos que vayan en línea con la diversidad de mercados y clientes, que permitan una mejor comprensión del negocio y permitan consolidar la expansión internacional a largo plazo.

Recursos y capacidades de la empresa

Al hacer un análisis interno de los recursos y capacidades de la empresa se tiene como objetivo lograr una ventaja competitiva sobre los competidores.

Los recursos se dividen en tangibles e intangibles.

- Los **tangibles** son aquellos que tienen una parte material, es decir, son cuantificables y medibles por ser algo físico. En el caso Cortefiel, podrían ser todas sus oficinas de compra en España, Hong Kong e India; una plataforma logística en Madrid y Hong Kong; y sus tiendas en los 83 países donde tiene presencia actualmente. Además pueden ser financieros. La propiedad de esta empresa, y por tanto su capital (recursos financiero) queda distribuida entre accionistas provenientes de España, Gran Bretaña y Francia.

⁶http://www.grupocortefiel.com/files/assets/0001/3609/CC_Codigo_Interno_GrupoCortefiel_Agosto2012.pdf

- Los recursos intangibles, sin embargo, no son medibles ni cuantificables. Son un tipo de información y de conocimiento, y todo aquello que es inmaterial, que no se puede medir. **Estos se clasifican en tecnológicos, organizativos y humanos.** Entre los primeros, se encuentra la plataforma de comunicaciones comerciales y logísticas que mejora la eficiencia de la cadena de abastecimiento, lo que ayuda a conocer el stock disponible en cada momento y que rotación de artículos hay en cada punto de venta. Además, entraría dentro de esta categoría el sistema de preparación de pedidos y las máquinas de etiquetado automático. Como recursos intangibles organizativos, se encuentran las marcas del grupo (Pedro del Hierro, Cortefiel, Women'secret, Spriendfield, Antonio Miró y Fifty Factory). Además podemos nombrar como otro recurso organizativo, la imagen y reputación, siendo la confianza social y la reputación uno de sus activos más valiosos. La empresa cuenta con una serie de normas que componen el conjunto de sus recursos intangibles humanos. Algunas de ellas son las siguientes (*código de conducta del grupo Cortefiel*):

Grupo Cortefiel no compra mercancía ni contrata servicios de fabricantes o proveedores que no tengan condiciones y hábitos de trabajo éticos y aceptables.

El Código de conducta de Grupo Cortefiel es revisado periódicamente para asegurar su plena efectividad y vigencia.

Los proveedores deberán cumplir también las condiciones del Código de Conducta. Todo proveedor que tuviera que contratar a su vez productos y servicios a otra organización cuyo destino final sea su relación con el Grupo Cortefiel, deberá también asegurarse del cumplimiento de las condiciones del código de conducta.

El nivel de competencias a alcanzar son las llamadas competencias umbrales necesarias para que la empresa pueda operar con éxito y sólo en algunas constituirán competencias centrales o generadoras de valor, siendo aquellas que resultan difíciles de imitar, lo que posibilita crear una ventaja a largo plazo y crear nuevas oportunidades.

Las competencias centrales o “value drivers” son aquellas que aportan valor al consumidor ya que satisface sus necesidades y expectativas, son raras ya que no se puede lograr una ventaja competitiva si la capacidad estratégica de la empresa es la misma que la de las demás empresas. Son capacidades duraderas y sólidas que los competidores consideran difíciles de imitar u obtener, consiguiéndose a través de la complejidad o complementariedad en las actividades desarrolladas por la empresa, su cultura e historia y la antigüedad causal. Son no sustituibles y dinámicas ya que la empresa debe tener la habilidad para desarrollar y cambiar (de manera formal e informal, visible e invisible) las competencias para satisfacer las necesidades de entornos que cambian rápidamente.

Por lo que, podemos catalogar como recurso o capacidad central, la producción y venta de ropa del grupo. Esta actividad la llevan a cabo todas las empresas competidoras del sector, por tanto, se trataría de acciones con valor, rareza y solidez mínimos y además sustituibles.

Como recurso único, encontramos las marcas que componen el Grupo Cortefiel, que aun habiendo mencionado lo anterior, cada una de ellas ofrece algo distinto, cubriendo las necesidades de diferentes sectores de la población.

Cortefiel es una marca elegante para hombres y mujeres de entre 35 y 50 años. Además cuenta con la firma de lujo **Pedro del Hierro**, lo cual se puede considerar una capacidad única dando prestigio a la empresa y difícil de imitar. La marca **Springfield** es fresca e informal enfocada a jóvenes entre 20 y 35 años. **Women'secret** es especialista en ropa interior y lencería femenina dirigida a jóvenes entre 25 y 45 años. Además cuenta con **Fifty Factory**, una cadena outlet de todas las marcas del Grupo Cortefiel y con Antonio Miró Studio, que fusiona el saber hacer del creador barcelonés **Antonio Miró** con el savoir faire de Grupo Cortefiel en fabricación y distribución.

Como otros ejemplos de recursos únicos podemos mencionar sus grandes superficies de almacenamiento y sus más de 60 técnicos de control de calidad dentro de sus plantas de fabricación. Además de una serie de capacidades nucleares o distintivas, como puede ser la elegancia y el estilo de esta empresa, su trabajo en equipo y su pasión por la moda.

En el Grupo Cortefiel, cabe destacar que la estrategia de crecimiento se entiende, no como apertura indiscriminada de tiendas y marcas, sino como la búsqueda del verdadero aumento de la calidad de los productos.

Cadena de valor⁷

Introduciremos brevemente la cadena de valor del grupo Cortefiel, basándonos en el modelo desarrollado por Michael Porter, para entender en mayor medida el funcionamiento del modelo de negocio y por tanto ser más precisos en las estimaciones futuras de los flujos de la compañía.

1. Actividades Primarias:

- a. Logística Interna: Actividades de recepción, almacenamiento y distribución de las materias primas necesarias para la fabricación del producto. Cortefiel ha seguido una política de integración hacia atrás y alianza con los proveedores para tratar de reducir costes de aprovisionamiento.
- b. Operaciones o Producción: Actividades que permiten la transformación de las distintas materias primas en producto final. Cortefiel cuenta con fábricas propias en Madrid, Málaga, Marruecos.
- c. Logística Externa: Actividades de almacenaje y distribución del producto a los consumidores.
- d. Marketing y Ventas: Actividades que ayudan a dar a conocer el producto o servicio a los consumidores.

⁷ Video resumen del grupo Cortefiel: [//youtu.be/Rt4Hic_CnVs](https://youtu.be/Rt4Hic_CnVs)

- e. Servicio Post-Venta: Actividades desarrolladas para crear valor adicional en el producto o servicio una vez que éste ya ha sido vendido al cliente.

2. Actividades de Apoyo:

- a. Aprovechamiento de materias primas: Adquisición de los factores que van a ser utilizados en el proceso productivo de la empresa, es decir, desde las materias primas hasta la maquinaria.
- b. Administración y dirección: se incluye la planificación, la organización, el control, las finanzas o la contabilidad. Por ejemplo los acuerdos que Cortefiel tiene con sus proveedores para el suministro de materia prima, son un claro ejemplo de eslabón vertical.
- c. Gestión de Recursos Humanos: Búsqueda, selección, contratación y formación de todo el personal de la organización.
- d. Desarrollo Tecnológico: Conjunto de actividades encaminadas a la obtención, mejora y gestión de las tecnologías de la empresa, necesarias tanto para el producto en sí como para los procesos empleados en el mismo. Ejemplo: Invertir en I+D.

Al ser Cortefiel una empresa madura se va reduciendo la importancia de las actividades de apoyo, por tanto la búsqueda de la eficiencia operativa es uno de los principales retos para conseguir mejorar la rentabilidad de la empresa. El grupo Cortefiel debe buscar valor con dos tipos de ventajas competitivas:

- Tratar de ofrecer precios más bajos para hacer frente a la elevada competencia en el sector.
- Diferenciación de la competencia a través de la calidad, el servicio y el prestigio de la marca.

Expansión internacional⁸

La primera experiencia internacional del Grupo se produjo en 1960, exportando prendas a los grandes Almacenes Macy's y Sacks en Nueva York (EEUU). Sin embargo, no fue hasta 1987 cuando el Grupo comenzó su verdadera expansión internacional con la apertura de una tienda Milano en Burdeos (Francia). Después siguió expandiéndose en el resto de Francia y en Portugal. En los años noventa se registró un fuerte incremento de la cifra de negocio internacional sobre el total del Grupo; pasando en el periodo de 4 años del 4% en 1993 al 22% en 1997.

En Febrero de 2014, el Grupo Cortefiel contaba con 1.035 puntos de venta en el extranjero, repartidos en 70 países, frente a los 929 puntos que tenía en España. Lo que nos da una visión de la gran dependencia del grupo a la situación económica de España, que ha tenido un

⁸ Información procedente del Dossier de prensa del Grupo Cortefiel 2014.

impacto significativo en las cuentas del grupo durante los años de crisis, si bien ahora en 2015 parece que el grupo está empezando a tener unos resultados más positivos entre otras razones, por un mejor entorno macroeconómico y por un plan de inversiones hasta 2017, que plasmaré más adelante en las previsiones de cash flows a futuro.

La expansión del grupo podría ser resumida de la siguiente manera:

- En una **fase inicial** donde los costes son elevados, la posición de mercado es reducida y por tanto se está en fase de aprendizaje. Cortefiel se posiciona en esta fase en países como Letonia, Estonia y Lituania, Estados Unidos y China.

En 2012 abrió su primera tienda en USA con el acuerdo con la compañía “Fawaz A. Alhokair & Co”, una de las compañías líderes en el sector, con la que ya había realizado otros acuerdos comerciales para la expansión en Emiratos Árabes. El acuerdo supone un plan de aperturas en cinco años con más de ochenta nuevas tiendas de las distintas cadenas comerciales del Grupo en todo el país. En el caso de China, tras los acuerdos firmados a lo largo de 2012, entre los que destaca la joint Venture con la empresa Scarvic, una de las mayores empresas públicas de China. De este modo, el Grupo avanza en su estrategia de internacionalización y abrirá mil puntos de venta en los próximos cinco años, convirtiéndose en un gigante del sector de la moda a nivel mundial. Por último, en los Países Bálticos se está realizando una expansión del Grupo de la mano de un socio local, Karkat Fashion.

- En una **fase intermedia** se da una consolidación de la empresa, con las ventas empezando a crecer a mayores tasas sin alcanzar el máximo en el nivel de madurez, empezando la amortización de la inversión inicial realizada y por tanto la gestión de la reducción de costes. Cortefiel se posiciona en esta fase en países como Italia o Rusia, y países latinoamericanos como México.

Rusia es uno de los países clave en la expansión del Grupo y ha consolidado su presencia en la zona a través de la gestión directa de sus marcas en el país. El acuerdo de recompra firmado con la compañía Melon Fashion Group S.A. incluye el traspaso por parte del franquiciado de un total de sesenta y siete tiendas, treinta y una de Springfield y treinta y seis de Women’secret antes en régimen de franquicia. Por su parte, en México se abrieron las primeras tiendas propias en 2013 y el plan es instalar alrededor de 220 tiendas en los próximos cuatro o cinco años. Italia no es un país estratégico dentro del Grupo, pero hay planes ambiciosos de expansión.

- **Fase final o de consolidación** en la que la empresa comienza a generar cash flows netos positivos, alcanzando las ventas su nivel óptimo y con la inversión inicial totalmente amortizada. En esta fase se empiezan a dar señales de fidelización de los clientes a la marca. Cortefiel se posiciona en esta fase en la mayor parte de los países europeos, destacando a parte de España, la presencia del grupo en Portugal.

El Grupo Cortefiel podría considerarse una empresa internacionalmente madura a nivel global, debido a su amplia experiencia y a su cultura corporativa. Pero realmente si observamos las fases de internacionalización en las que se encuentra el grupo, existe cierta heterogeneidad, ya que en algunos países se podría considerar como una empresa madura, y en otros en los que se encuentra en una fase de crecimiento daría la idea de una empresa nueva en pleno crecimiento, lo cual da lugar a la existencia de diferentes comportamientos empresariales bajo un mismo grupo para poder alcanzar los objetivos económicos deseados.

2. Análisis DAFO

Fortalezas y debilidades de Cortefiel

Las fortalezas y debilidades del grupo pueden clasificarse por tipo de actividad o función, de la siguiente manera:

1. Cortefiel mantiene una política de integración vertical hacia atrás y de alianza con los proveedores para reducir los costes internos de aprovisionamiento, lo que también ha llevado a la empresa a fabricar algunos de los productos en países menos desarrollados en los cuales el coste de fabricación es más reducido. Esta política se lleva a cabo también en el ámbito del aprovisionamiento de materias primas para la fabricación en el exterior. Los costes también se reducen para ajustar los inventarios a la demanda real.
2. Cortefiel tiene una estimable posición dentro del mercado ya que ha sabido compaginar la confección de los productos con la distribución gracias a una buena diferenciación de productos a través de la utilización de diferentes marcas.
3. Para llegar de forma fácil a los clientes (que suelen pagar al contado), Cortefiel tiene una importante red de puntos de venta propios que se encuentran en las principales ciudades de España, principalmente en ubicaciones céntricas.
4. Cortefiel tiene gran fuerza con los fabricantes incluso pudiendo traspasarles parte de sus cargas financieras, lo cual hace que se reduzcan sus pasivos financieros y con ello el apalancamiento financiero.
5. Cortefiel invierte mucho en este aspecto ya que tiene necesidad de deducir los costes de fabricación para llegar a ser más competitiva. Por eso desarrolla procedimientos propios de fabricación y comercialización con costes reducidos. En los últimos años ha llevado a cabo inversiones en I+D sobre control informático y análisis comercial a través de ordenador.
6. Cortefiel intenta vender a precios asequibles productos de alta calidad, si bien da imagen con respecto a su principal competidor de marca más cara. Los gastos publicitarios se mantienen bajo un presupuesto equilibrado sin ser excesivos, si bien aumentan en periodos de rebajas, ya que es el periodo del año en el que acuden más clientes por la bajada de los precios. Además, también suele adelantar los periodos de rebajas con respecto a sus competidores para tratar de captar mayor atención entre el público que espera el inicio de las rebajas. Por último, también cuenta con una tarjeta

Club Cortefiel con la que se dan facilidades de compra a sus clientes, así como un servicio de atención al cliente cuyo funcionamiento se está potenciando intensamente.

A través de la matriz DAFO, definiremos los puntos fuertes y débiles del grupo, y los compararemos posteriormente con su principal competidor, puesto que dadas las dificultades de obtener información directa de Cortefiel, la manera de deducir sus puntos fuertes y débiles radica en el análisis y posicionamiento de los rivales y por tanto ver en qué se diferencia el grupo Cortefiel tanto en aquello por lo que destaca como por lo que se queda atrás respecto a los competidores:

a. Fortalezas

- a. El poder sobre los proveedores y las alianzas con éstos permiten traspasarles sus cargas financieras, ya que analizando sus balances financieros, el peso de los proveedores es tal, que es capaz de financiar el activo corriente y parte del no corriente.
- b. Diferenciación de productos y marcas, que permiten llegar a un público objetivo más variado, con diferentes hábitos de compra y poder adquisitivo.
- c. Amplia red de puntos de venta en el territorio nacional en comparación con su participación internacional, lo cual también a la vez supone una debilidad puesto que depende en gran medida del entorno macro español, lo cual no diversifica el riesgo operativo de la empresa.
- d. Política comercial bajo la cual trata de adelantarse frente a sus competidores en los periodos de rebajas.

Antes de identificar los puntos fuertes y débiles respecto de su principal competidor, introduciremos brevemente que tienen ambos en común, para posteriormente mencionar aquellos aspectos más relevantes.

Cortefiel va dirigido a hombres y mujeres entre 35 y 45 años de edad que buscan moda casual a través de comodidad, calidad, elegancia y funcionalidad. El nivel socioeconómico al que va dirigido es el segundo estrato con el más alto nivel de vida e ingresos.

Como principal competidor podemos destacar el grupo Inditex. Ambos son grupos que aglutinan varias empresas dedicadas en su mayor parte al comercio minorista textil. Los dos tratan de invertir buena parte de sus recursos en la expansión internacional del negocio. Ambos diseñan sus propias líneas de ropa y son un grupo multi-marca.

Algunos de los puntos fuertes y débiles de Cortefiel respecto a su mayor competidor, Inditex, son los siguientes:

• Fortalezas

- Inditex trabaja un estilo más “moderno” mientras que Cortefiel confecciona ropa más clásica. Por lo que el público objetivo de Cortefiel son personas comprendidas entre 35 y 45 años, que poseen un mayor poder adquisitivo que los jóvenes, a quienes se dirige Inditex, que prefieren ropa más moderna.

- Existen importantes diferencias de calidad entre los productos de uno y otro. Mayor calidad en los tejidos utilizados en las colecciones de Cortefiel, si bien la diferencia en precios es considerable entre ambas compañías, lo cual hace que se pierda parte de la diferenciación en calidad, ya que el consumidor final se ve más orientado a la compra a un menor precio con una calidad aceptable.
 - Cortefiel vende otras marcas de ropa en sus tiendas, mientras que en el caso contrario, Inditex solo vende exclusivamente las líneas de ropa de la marca a la que representan.
- Debilidades
 - Inditex diversifica su actividad entrando en otros mercados como decoración, higiene personal, perfumería, etc. Lo cual permite tener mayores oportunidades de crecimiento a largo plazo al tener una actividad diversificada no solo por mercados sino también por tipo de producto dentro del sector del consumo.
 - Inditex ha desarrollado un mayor crecimiento internacional con establecimientos en lugares emblemáticos como podría ser en Estados Unidos con un punto de venta de Zara en la Quinta Avenida, ya que su estrategia publicitaria consiste en mostrar la imagen de marca a través de la decoración de los establecimientos.
 - Cortefiel ofrece una colección Premium, de alta calidad, lo cual hace que los precios sean más altos, lo cual guarda una relación directa con el segmento de mercado al cual va dirigido y a la calidad de los tejidos que son utilizados en las colecciones.
 - Inditex no hace publicidad como tal mientras que Cortefiel sí hace uso de ella a través de diferentes políticas de Marketing.

Para continuar con el análisis DAFO, nos centraremos en cuáles son las posibles oportunidades y amenazas del grupo:

- Oportunidades
 - Las exportaciones del sector textil y de la confección se posicionan como un referente de importancia creciente.
 - Creciente incorporación de tecnología. Alta capacidad innovadora del grupo Cortefiel.
 - Gozar de un prestigio reconocido de las principales marcas del grupo principalmente en el territorio nacional.
 - Elevada capacidad productiva.
 - Alta capacidad creativa.
 - Se trata de un grupo consolidado, de amplia tradición y experiencia.
 - Es un grupo flexible, con enorme capacidad de adaptación a los cambios en la demanda de mercado.

- Alta capacidad de lucha y de superación, ya que aún en tiempos de crisis, una buena parte de la renta de los consumidores se dedica a productos textiles, ya que son una necesidad básica.
 - Posibilidad de financiación a bajo interés.
 - La mejora de la competitividad de España en sus exportaciones le pueden crear un buen hueco en el ámbito internacional y la cercana salida de la recesión.
 - El crecimiento global de las ventas a través de internet.
 - La expansión de las potencias emergentes.
 - La reciente reforma fiscal aumenta la propensión marginal al consumo de la población ya que el IRPF va a experimentar una bajada en los años sucesivos.
- Amenazas
 - Falta de una adecuada estrategia de segmentación.
 - Expansión de las marcas blancas.
 - El crecimiento de la competencia y la entrada de marcas extranjeras en España.
 - Mayor necesidad de adaptarse a los nuevos gustos de los consumidores.

3. Análisis del sector (fuerzas de Porter)

El sector en el que se enmarca la actividad de Cortefiel es el sector textil de distribución de artículos de confección. El sector está en una fase de madurez en el que las tasas de crecimiento de la demanda son reducidas y la tecnología comercial está ampliamente difundida y conocida por todos los participantes del mercado. Dicho esto, la consecuencia de la madurez del sector es el incremento de la intensidad de la competencia, ya que las empresas ya instaladas no solo tratan de mantener la cuota de mercado que ya poseen, sino que en muchas ocasiones, tratan de ganar más cuota de mercado.

Es un sector muy fragmentado en el que si bien pueden encontrar determinadas cadenas muy conocidas como Cortefiel, Zara, H&M o Mango, entre otras, el resto de la cuota de mercado está distribuido muy ampliamente entre un gran número de competidores.

Por otra parte, es un sector con numerosos huecos de mercado, en el que las posibilidades de segmentación e identificación de nichos de mercado son considerables. Lo cual hace que puedan aparecer pequeños competidores especializados que pueden aportar nuevos productos, dirigirse a clientes muy específicos o introducir nuevas tecnologías comerciales. Lo cual podría suponer una amenaza para el conjunto del sector.

Después de una breve introducción del sector, a continuación lo analizaremos con más detalle a través del siguiente análisis de las fuerzas de Porter:

1. Intensidad de la competencia

- a. El número de competidores existentes es muy elevado, de elevada diversidad.
- b. El ritmo de crecimiento del sector es reducido ya que está en fase de madurez.
- c. No existen barreras de movilidad prácticamente, por lo que las empresas pueden moverse de un segmento a otro sin dificultades importantes.
- d. Las barreras de salida son escasas porque los activos son fácilmente reconvertibles y los costes de despido de personal reducidos al ser en gran parte empleo temporal.
- e. Los costes de almacenamiento son bajos al ser los productos no perecederos.
- f. No existe un grado de diferenciación apreciable en cuanto al nivel de calidad de los productos, por lo que la elección de los consumidores se basa en el precio y en la marca.
- g. Pueden aparecer des economías de escala por la posibilidad de cambios rápidos en los hábitos de los consumidores.
- h. El coste de la mano de obra y el almacenamiento son bajos debido principalmente al traslado de la fabricación a países con manos de obra más barata.

Se puede concluir que la intensidad de la competencia en el sector es elevada, encontrando como puntos de rivalidad los precios, la calidad, el diseño y la publicidad entre otros factores. De ahí que para tratar de ser más competitivos haya habido una fuga empresarial hacia aquellos países con menores costes de los factores productivos, aumentando así la rentabilidad de las empresas, y del sector textil en términos generales.

2. Competidores potenciales, existencia de barreras de entrada

- a. Las empresas multinacionales.
- b. No existen prácticamente barreras de entrada por la existencia de costes de instalación bajos, se necesita un capital mínimo reducido para funcionar y la inexistencia de restricciones administrativas.
- c. Las posibilidades de reacción de los competidores establecidos antes los nuevos entrantes son reducidas.
- d. Los costes de abrir un establecimiento son bajos.
- e. La tecnología está estandarizada y es accesible para todos.

A pesar de existir pocas barreras de entrada en cuanto a costes de abrir un establecimiento, existe una gran limitación cuando tratas de competir en mercados donde juegan un papel importante las grandes empresas del sector, con la experiencia

y las técnicas más innovadoras, capaces de obtener economías de escala y mejores acuerdos con los proveedores debido a su mayor poder de influencia en el mercado, lo cual hace que un nuevo entrante en el mercado tenga dificultades para competir con los rivales existentes, salvo que el nuevo entrante sea ya una empresa consolidada en otros países, que por tanto tiene la capacidad de poder competir en igualdad de condiciones.

3. Productos sustitutos

- a. En sí mismos considerados, no existen productos sustitutos para los artículos textiles, si se considera como única la función de vestir, que sólo puede ser cubierta mediante la ropa.
- b. El sector ofrece amplias posibilidades de segmentación que hacen que, en un segundo nivel de desagregación, puedan aparecer distintas alternativas de sustituibilidad de los productos.
- c. Un problema importante en el sector es la proliferación de marcas falsas de imitación, de muy difícil seguimiento y control.

Por lo que se puede concluir que la amenaza de productos sustitutos es elevada, debido a que la rotación de productos es cada vez más elevada, buscando una mayor adaptación a las últimas tendencias, de manera que las empresas cada vez compiten más agresivamente tanto en precio como en calidad para tratar de ganar cuota de mercado. La marca en sí misma, puede constituir un punto fuerte contra los productos sustitutos, siempre y cuando se trate de marca consolidada y altamente valorada por el mercado.

4. Poder negociador de los clientes

- a. Los clientes del sector son muy numerosos y están escasamente organizados para defender sus intereses.
- b. El volumen de compra del cliente es pequeño.
- c. El cliente es el consumidor final, por lo que no aparece riesgo de integración hacia atrás.
- d. No existen prácticamente riesgo de cobro, pues la mayoría de las ventas son al contado.
- e. Existencia de cambios significativos en los hábitos de compra de los consumidores por cambios demográficos, de estilos de vida, culturales o tecnológicos, que implican cambios en la demanda de productos.
- f. Al ser muy numerosos los oferentes en el sector, el cliente puede elegir el establecimiento que quiera para comprar, sin costes de cambio de proveedor.

En cuanto al poder de negociación de los clientes, éste es bajo, ya que salvo que los consumidores se encuentren agrupados en asociaciones de mayor tamaño, éstos carecen de poder puesto que suelen ser compradores minoristas y que acuden al mercado de manera individualizada, de manera que tienen un peso poco significativo en comparación con el volumen total de ventas de la empresa en sí.

5. Poder negociador de los proveedores

- a. Los fabricantes de productos textiles son muy numerosos y, en general, de reducida dimensión.
- b. En muchos casos, los mismos distribuidores realizan también actividades de fabricación, por lo que sólo parcialmente deben acudir a los proveedores.
- c. Los proveedores no plantean una importante amenaza de integración hacia delante respecto de los distribuidores, aunque sí a pequeña escala.
- d. Escasa importancia dentro de la cadena de valor.

Podemos concluir que el poder de negociación de los proveedores es bajo, ya que en muchos casos las funciones de diseño y comercialización se encuentran bajo el control de los propios fabricantes de productos.

A continuación haré un estudio de benchmarking en el sector textil, donde compararemos el grupo Cortefiel con sus competidores:

Cabe mencionar en primer lugar que los principales distribuidores de moda en España son Inditex, Primark y H&M, siendo los tres mayores distribuidores de moda de España por volumen de negocio. Hasta hace un año, H&M ocupaba la segunda posición, pero fue adelantada por Primark.

Cortefiel es otra de las compañías que más moda vende en España. Los mercados internacionales copan un tercio de las ventas del grupo, de manera que el negocio de la empresa de CVC, Pai y Permira en España ronda los 640 millones de euros. La dependencia del mercado español de Cortefiel es bastante elevado respecto de sus competidores, lo cual supone una debilidad a la vez que una amenaza para el grupo. Cortefiel a pesar de obtener unos buenos resultados tiene mucho por aprender de grupos como Inditex, Primark o H&M, que tienen una mayor cuota de mercado nacional y unos mejores resultados.

En el marco internacional lo tiene más difícil al competir contra un mayor número de empresas, en entornos donde hay empresas locales las cuales tienen una alta experiencia y otras multinacionales más poderosas y con ventajas en economías de escala sobre esta.

Con la empresa del sector con la que principalmente podría compararse es Inditex, una empresa que es un perfecto ejemplo de cómo crecer y como gestionar el negocio de manera eficiente tanto en marketing, logística o calidad.

4. Conclusiones del análisis interno y externo

Tras el análisis interno del grupo junto con el análisis en global del sector, las principales conclusiones o áreas donde el grupo podría mejorar de cara a la obtención de mejores resultados en el futuro, son las siguientes:

- El producto es bueno, pero la relación calidad precio no es adecuada, lo cual podría solucionarse con una bajada de precio para estar en línea con sus principales competidores de forma que no de imagen de marca cara, lo cual permitiría una mejora de la cuota de mercado con la captación de un mayor número de clientes.
- La apertura de nuevos establecimientos en lugares estratégicos que permitan aumentar la cuota de mercado, centrándose en la expansión internacional donde su presencia aun es pequeña.
- Incrementar la publicidad, para captar la atención de nuevos clientes en cuanto a bajadas de precios con la misma calidad.
- Aumentar la diversificación de los productos para poder llegar a nuevos segmentos de mercado donde no tiene presencia.
- Potenciar la venta online ya que el número de consumidores que usan esta vía va en aumento, y con los últimos resultados de venta online del grupo, con un aumento del 108%, supone un punto positivo y una oportunidad donde reforzar la estrategia para conseguir mejores resultados de cara a los próximos años.

5. Principales competidores

Para el análisis de los competidores, el foco de análisis se centrará en España, puesto que es la zona geográfica de mayor peso para el grupo Cortefiel, donde los principales competidores en la actualidad son Inditex, Mango y Desigual.

Para ver la composición del mercado nacional en cuanto a distribuidores en el sector textil, ir al anexo 1 “distribución del sector textil en volumen de negocio”. En el gráfico se puede observar el volumen de negocio de cada uno de los grupos empresariales durante el ejercicio de 2014.

Entre los principales distribuidores de moda en España destacan por orden de importancia Inditex, Mango, Cortefiel y Desigual.

Cómo se puede apreciar en el anexo 1 sobre el volumen de negocio, Inditex y H&M se encuentran muy por encima de sus competidores, con ingresos que superan los 16.000 millones de euros en 2014, frente a una media de ingresos de los rivales de 1.366 millones de

euros, cifra que supone tan solo un 9% respecto a las ventas de los dos grandes gigantes empresariales del sector. A lo cual cabe mencionar las ventas de Cortefiel, como empresa objeto de este trabajo, que situó sus ventas en 2014 en 1.011 millones de euros, con una mejora respecto al cierre de 2013, que tenía con una cifra de negocio de 964 millones de euros, lo que supone un incremento del 5% en términos anuales.

Como se puede apreciar en el anexo 2 “Facturación de Cortefiel 2010-2014”, el grupo presenta una tendencia positiva en su facturación entre los años 2010 y 2014, si bien la mejoría de sus resultados queda lejos de los resultados obtenidos por su principal competidor, el grupo Inditex, que presenta un crecimiento en ventas en 2014 del 8%, y del beneficio neto en un 5%. El principal inconveniente que presenta Cortefiel respecto de la competencia, es la elevada dependencia que tiene del mercado español (con un 65%), donde las ventas cayeron un 25% debido al impacto sufrido en el consumo global por la crisis que afecta a España desde el año 2008, ya que por el contrario, Inditex y Mango obtienen la mayor parte de sus ingresos en el exterior, lo cual diversifica el riesgo del negocio y permite compensar aquellos lugares que presentan retrocesos en ventas con aquellos que están en auge, debido principalmente a las diferencias en el ciclo económico y entorno macro.

A pesar de la expansión internacional del grupo Cortefiel, ésta sigue siendo pequeña en comparación con su principal competidor Inditex. Las tiendas en el extranjero para el grupo Cortefiel suponen un 35% de la facturación total, respecto a Inditex que supone un 80%, o lo que es lo mismo la contribución de España a la facturación total de Cortefiel supone un 65% comparado con el 20% de Inditex.

El grupo Cortefiel se ha encontrado en su expansión internacional con obstáculos, destacando sus problemas en Rusia, donde ya posee un total de 76 tiendas, debido principalmente a la devaluación del rublo en un 40%, lo cual tiene efectos negativos al traspasar los beneficios a euros, a pesar del avance positivo en las ventas. Además también a causa de este inconveniente, la empresa se vio forzada a cancelar un plan de apertura de 130 nuevas tiendas en España. Cabe añadir, que los problemas de la empresa en 2013, cuando reconoció pérdidas, le llevaron a refinanciar su deuda de 1.160 millones de euros con la banca.

Como conclusión de Cortefiel, cabe destacar que la crisis en España y los malos resultados obtenidos con la internacionalización han frenado muchos nuevos proyectos, si bien el grupo busca reforzar su estrategia en Rusia por el avance de las ventas y en México, donde la empresa cuenta ya con 113 tiendas. También es importante tener en cuenta que en el exterior ha basado su crecimiento en mayor medida a través de las franquicias, que puede dificultar la transmisión de manera adecuada de la estrategia de crecimiento, lo cual mermaría el desempeño y podría llegar incluso a afectar la imagen de marca, por lo que el compromiso debería ser máximo.

En cuanto a estrategia de internacionalización, al contrario que Cortefiel, Inditex no para de cosechar éxitos, siendo uno de los grupos con mayor presencia internacional a nivel mundial, según un estudio publicado anualmente por Deloitte. El saber hacer empresarial del grupo, junto con su estrategia de inversión en establecimientos emblemáticos en las mejores ciudades, que en verdad supone una publicidad a la marca. Además destaca por su modelo de negocio, con una elevada rotación de productos, que facilita una rápida llegada de la

tendencia al consumidor final, de manera que cada semana el consumidor puede sentir la tentación de acudir a la tienda en busca de nuevas prendas que puedan ser de su interés, por lo que al aumentar la rotación también generas más tráfico de clientes en busca de novedades.

En cuanto al número de tiendas, Inditex es líder indiscutible frente a cualquiera de sus competidores, si bien vemos que por países Mango y Desigual llevan con ellos el liderazgo en expansión internacional. Esto nos da una idea de que en el caso de Inditex, se puede entrever una estrategia de penetración y consolidación en los países en los que está presente, puesto que comparado con Mango, Inditex tiene más del doble de tiendas en muchos menos países. Comparado Inditex con Cortefiel, podemos observar que la presencia en países es muy similar, pero el número de tiendas de Cortefiel es tres veces inferior al de Inditex, lo que nos permite intuir que Cortefiel no cuenta con un posicionamiento fuerte en el exterior, ya que de esas 2054 tiendas, el 46% se concentran en España (932 establecimientos), si bien cabe mencionar como principales puntos de venta internacional los siguientes países: Portugal (152), México (113), Rusia (76), Arabia Saudí (49) y China (43).

	Puntos de venta	Países
Inditex	6700	88
Mango	2600	107
Cortefiel	2054	83
H&M	3600	59
Desigual	1500	107

Fuente de elaboración propia a través de la web corporativa de cada grupo empresarial.

Actualmente la mayor preocupación del grupo Cortefiel, es su competidor Desigual, que obtuvo un incremento en la cifra de negocio de un 37% del año 2012 al 2013, lo cual ha elevado las señales de alarma para Cortefiel, puesto que corre peligro su posición como tercera gran empresa española de moda. De ahí la puesta en marcha de un plan estratégico hasta 2017 de innovaciones en el ámbito del diseño y de la distribución, para tratar de conseguir eficiencias operativas.

Además, dentro del grupo Cortefiel, marcas como Springfield y Women'Secret, están tirando con fuerza hacia arriba en cifra de negocio, por lo que la estrategia del grupo debería orientarse o centrarse en mayor medida en potenciar la expansión de las marcas a nivel global, ya que son los motores que han permitido en mayor medida un incremento de la cifra global de negocio del grupo en 2014. También cabe mencionar, el buen rendimiento de las ventas online, lo cual está dando señales a la dirección estrategia de la compañía que puntos fuertes tienen y que por tanto deberían potenciar.

Las principales conclusiones del análisis arrojan la existencia de gran heterogeneidad dentro del mismo sector, con empresas líderes indiscutibles, como Inditex y H&M en términos de cifra de negocio, y después se encontrarían todas las demás empresas, donde se incluiría Cortefiel, con una cifra de negocio y puntos de venta similares entre sí. Sin embargo, tras el análisis del sector, se aprecia como debilidad para Cortefiel respecto a todos sus demás rivales tanto directos como indirectos, la gran dependencia de sus ventas de España, con un peso del 65%, en comparación con sus rivales que obtienen entorno al 80% de sus beneficios en su actividad

internacional. Por tanto, al tratarse de empresas consolidadas y maduras en el sector, la única estrategia de crecimiento es mediante la expansión internacional, que Cortefiel deberá de implantar con fuerza para seguir en competencia con sus principales rivales, ya que en contribución internacional de la cifra de negocio aún tiene mucho camino por recorrer hasta alcanzar el nivel de los rivales, por ello como bien ha señalado el director del grupo Ignacio Sierra en el dossier de prensa 2014, los planes son de renovación y de apuesta por la expansión internacional, dado el panorama existente en su sector.

6. Análisis financiero

El análisis financiero del grupo se centra en ver la evolución de la compañía desde el año 2010, para analizar la evolución de la compañía en los últimos años, si bien el foco de atención se centrará en el último ejercicio presentado por la compañía del ejercicio de 2014 (ver anexo 3) cuentas anuales Cortefiel.

Las principales conclusiones del ejercicio 2014 son las siguientes:

Grupo Cortefiel acabó el ejercicio 2014, que abarca el periodo comprendido entre el 1 de marzo de 2014 y 28 de febrero de 2015 con una cifra de negocio consolidada de 1.011 millones de euros, lo que supone un incremento del 4,9% sobre el ejercicio anterior. Destaca en la mejora respecto a 2013 la apertura de nuevas tiendas y las reformas en tiendas emblemáticas.

Por marcas destacó el crecimiento del 10,5% en las ventas de Women'Secret. La marca aumentó su posición de líder en el mercado español registrando el mayor crecimiento en cuota de mercado, cercana ya al 8%. Tras la apertura de 13 nuevos mercados la marca opera ya en 62 países. Springfield, la principal marca del Grupo registró también un avance positivo de sus ventas del 8,3%, gracias a la gran aceptación de las colecciones de mujer y el fuerte despegue de la venta online.

Las ventas de las tiendas on-line de Grupo Cortefiel crecieron a nivel consolidado un 108% cumpliendo las expectativas de desarrollo marcado para este canal por el que las marcas del Grupo venden ya en 31 países. La apertura de 214 nuevos puntos de venta, de los que 97 han correspondido a tiendas de gestión propia y 117 a franquicias internacionales ha situado el número total de establecimientos en 2.056 distribuidos en 83 países.

2014 ha sido el primer año de implantación del Plan Estratégico a cuatro años, es decir, 2014-2017, que junto al rediseño de los procesos internos, tiene como objetivos fundamentales la mejora de la cuota de mercado en España donde además se ha reactivado el plan de aperturas y reformas de tiendas emblemáticas, crecer en los mercados internacionales estratégicos con tiendas propias y en el resto con franquicias doblando los ingresos de las tiendas on-line.

Ratios financieros			
Cuentas Consolidadas	28/ 02/ 2015	28/ 02/ 2016	28/ 02/ 2017
	mil EUR Estimado 2015	mil EUR Estimado 2016	mil EUR Estimado 2017
A. Profitability			
Return on Equity (ROE)	9,43%	10,67%	11,16%
Return on Capital Employed (ROCE)	7,62%	8,46%	9,19%
Return on Assets (ROA)	12,28%	12,76%	13,24%
EBIT margin	6,25%	7,06%	7,86%
Operating margin	13,75%	14,50%	15,25%
Net Profit margin	3,66%	4,51%	5,17%
B. Operations			
Net Assets Turnover	1,14	1,15	1,16
Collection period (días)	12,33	12,44	12,65
Credit Period (días)	75	77	80
C. Ratios de liquidez y solvencia			
Current Ratio	0,92	0,99	1,09
Acid Ratio	0,50	0,56	0,65
Solvency Ratio (%)	1,51	1,57	1,65
D. Ratios estructura financiera			
Debt ratio (total debt ratio)	0,66	0,63	0,61
Financial debt ratio	0,53	0,49	0,46
Leverage ratio	1,11	0,97	0,85
Interest coverage ratio	3,34	3,95	4,61

Las principales conclusiones del análisis de los ratios estimados para el periodo 2015-2017 son las siguientes:

- En primer lugar cabe destacar la mejora de la rentabilidad respecto a años anteriores, debido a los planes de mejora de los procesos internos del grupo, y a la refinanciación de deuda, que ha permitido abaratar los costes financieros. Para ver los ratios financieros del grupo entre los años 2010-2014 (ver anexo 7).
- En cuanto a los **ratios de rentabilidad**, cabe mencionar la mejora de los mismos respecto a años anteriores, ya que el principal objetivo del grupo ha sido la mejora de sus márgenes operativos, lo cual va ligado en última instancia a una mejora de la rentabilidad. Si bien cabe destacar que la rentabilidad de Cortefiel respecto a su principal competidor Inditex, son bastante bajas, lo cual deja en evidencia los problemas operativos del grupo Cortefiel, y principal preocupación del grupo, por lo que es esperado un plan de mejora y de contracción de costes en el futuro para tratar de mejorar los márgenes de rentabilidad desde el margen bruto hasta el neto después de impuestos.
- En cuanto a los **ratios operativos**, cabe destacar que el periodo medio de cobro respecto al de pago están en línea con lo que sucede con los ratios de liquidez, ya que es un tipo de negocio donde se factura al contado y se retrasa el pago de proveedores hasta 80 días en el caso de Cortefiel, de manera que el pasivo corriente financia no solo el activo corriente, sino también parte del no corriente. En cuanto al ratio de rotación de activo (net assets turnover), lo recomendable sería obtener un ratio por

debajo de 1, de manera que lo que se trataría es de maximizar las ventas con la menor inversión posible, lo cual como se puede apreciar para Cortefiel no ocurre así, por lo que debería existir una revisión de los activos del grupo para analizar la rentabilidad de cada uno, y establecer así las inversiones y desinversiones adecuadas que permitan optimizar los ingresos con la inversión en capex adecuada, es decir, habría que mejorar el ROA, invirtiendo en aquello que permita obtener una rentabilidad por encima del coste de dicha inversión.

- En cuanto a los **ratios de liquidez y solvencia**, cabe mencionar el ratio de liquidez (current ratio), el cual está aproximadamente en torno a 1, dicho esto, es importante tener en cuenta que la empresa podría entrar en suspensión de pagos ya que con su activo corriente no sería capaz de afrontar sus pasivos corrientes. Sin embargo, en cuanto al ratio de solvencia, el grupo es solvente y con sus activos podría hacer frente a sus pasivos exigibles tanto a corto como a largo plazo, por lo que podemos concluir que actualmente no hay problemas importantes de liquidez en el grupo, si bien sería recomendable mejorar la liquidez del grupo.
- En cuanto a los **ratios financieros**, cabe destacar el elevado endeudamiento del grupo comparado con su principal competidor Inditex, que cuenta con una deuda del 7,8% respecto de Cortefiel con un peso de la deuda de más del 50%. Como sabemos, el endeudamiento puede incrementar los beneficios por acción y la rentabilidad de los accionistas, frente a la alternativa de financiar las inversiones con recursos propios, pero esto sólo se produce cuando se conjugan convenientemente ciertos factores, es decir, hay que optimizar el ratio de apalancamiento para obtener la máxima rentabilidad. De manera, que el grupo Cortefiel se ha visto obligado a refinanciar su deuda debido al peligro que suponía el pago de la misma, sobre los márgenes operativos del negocio, por lo que aprovechando los tipos bajos del momento, era la mejor opción para ampliar el plazo y reducir el coste de la deuda, y evitar mayores complicaciones en sus cuentas. Por todo ello, el grupo tiene como plan de futuro, la amortización de capital con los excesos de liquidez para tratar de reducir progresivamente el endeudamiento, y mejorar sus cuentas de resultados.

7. Hipótesis y proyección de flujos de caja

El grupo Cortefiel, ha logrado unas nuevas condiciones financieras que le han permitido refinanciar su deuda. La compañía controlada por los fondos CVC, Permira y PAI, ha cerrado un nuevo acuerdo con su banca acreedora. Cortefiel ha contado con el apoyo del 78% de su sindicato bancario, donde cabe destacar JP Morgan, Société Generale, RBS e ING. El preacuerdo fue firmado en abril del 2014. Entre los objetivos principales de la refinanciación cabe destacar la mejora del acceso al crédito y una menor prima de riesgo en España, que permitiría a la compañía rebajar los costes de su deuda y mejorar sus márgenes operativos antes de impuestos. Además, también ha motivado esta decisión la expansión internacional que el grupo tiene activa, lo cual ya se ve reflejado en las cuentas anuales del grupo cerradas en Febrero de 2015. Las previsiones con esta nueva situación son un incremento de las ventas,

sobre todo motivado por el negocio internacional, y una mejora de los márgenes operativos, a través de una mejor financiación y un plan de mejora de los procesos internos del grupo.

El principal problema de Cortefiel reside en el mercado doméstico español, donde el grupo presentó una caída de ventas en 2012 del 7%, a pesar del aumento de las ventas internacionales de un 3%, lo que causó un ligero retroceso de las ventas respecto a 2011 en un 0,1%.

El acuerdo mayoritario con su banca supone un respaldo a la estrategia del grupo, para crecer internacionalmente a pesar de su abultada deuda. Dicho pasivo procede de la compra apalancada (LBO) que los fondos PAI, CVC y Permira realizaron en 2005 para comprar el grupo Cortefiel a las familias Hinojosa y Quirós por unos 1.385 millones y excluirla en Bolsa (ver anexo 4). Del contrato de refinanciación, firmado en marzo de 2007 y renovado en 2009 y 2012, por 1.385 millones de euros, finalmente se dispusieron sólo de 1.110 millones, según figura en la memoria de 2012.

Teniendo en cuenta estas condiciones de mercado para el grupo, las previsiones e hipótesis para construir sus cash flows a futuro son las siguientes:

		Hipótesis	
Hipótesis Balance Contable	Inversión Capex		2,00%
	Inmov. Inmaterial		54,28%
	Inmov. Material		15,61%
	Otros ativos		Se mantiene dato último año
	Existencias		media del 10% del To.Act
	Deudores		2,94%
	Otrosa act. líquidos		Media 2 últimos años
	Tesorería		Media 2 últimos años
	Capital		Se mantiene de datos anteriores
	Acreedores a L. P.		Bajada anual del -0,2%
	Otros pasivos fijos		Se mantiene dato último año
	Provisiones		Se mantiene dato último año
	Deuda financiera		4% del total de Ps.Co.
	Otros pasivos		Se mantiene dato último año
	Compras diarias		Media histórica
Hipótesis cuenta de Pérdidas y Ganancias	Ingresos financieros		Media histórica
	Gastos financieros		=Coste deuda* deuda media
	Coste de la deuda		4,3%
	Ventas		2,5%(2015); 2%(2016); 1,8%(2017)
	Materiales		40% sobre ventas(reducción anual-0,5%
	Gastos personal		18% sobre ventas(reducción anual-0,2%
	EBITDA		13%, con un tasa de crecimiento del 0,75%
	Amortizaciones		8,5% del valor de inmovilizado
	Tasa impositiva		2015: 28% 2016y2017: 25%

Para las hipótesis del balance cabe mencionar lo siguiente:

- Las masas patrimoniales de las que no había información para estimar su evolución, se han calculado teniendo en cuenta su media histórica sobre el total del activo o del pasivo según corresponda. También cabe mencionar que el año 2013 fue un año excepcional, el único con pérdidas por lo que en algunos casos se ha mantenido el último dato del cierre de 2014 para no distorsionar los resultados.
- Para el cálculo del periodo medio de compras y de ventas, se ha tomado la media histórica ya que todos los años los valores oscilaban entre las mismas cantidades, por lo que cabe estimar una evolución en línea en los próximos años.
- Cabe mencionar la reducción de los acreedores a largo plazo, ya que parte de los excesos de tesorería del grupo tienen que ser llevados para la amortización de la deuda, de manera, que lo que se busca es ir reduciendo el apalancamiento financiero de la compañía, y evitar que el peso de éste, deteriore los márgenes operativos del negocio.

Para las hipótesis de la cuenta de resultados cabe destacar lo siguiente:

- Para el cálculo del coste de la deuda se ha utilizado como fuente el Banco de España⁹, que informa que el tipo de interés para empresas con operaciones hasta 1 millón de euros se sitúa en el 4,3%, por lo que teniendo en cuenta la refinanciación de la deuda de Cortefiel, es razonable en establecer un coste de deuda inferior a lo que pagaba en años anteriores.
- En cuanto a las ventas, en el último ejercicio se ha producido un aumento del 4%. A pesar de la crisis, las ventas de Cortefiel han ido aumentando año tras año (ver anexo 5), que ha acumulado un crecimiento de un 7% del año 2010 al 2014. Por lo que para la estimación de las ventas se han tenido en cuenta las previsiones de crecimiento para España y para la economía a nivel global del FMI (ver anexo 6). Debido a la presencia internacional del grupo, se ha utilizado como factor de crecimiento de las ventas, la media de ambas previsiones, tanto la de España como la mundial, con un crecimiento de ventas del 3%, 2,9% y 2,8% para los años 2015, 2016 y 2017 respectivamente. Para el año 2017 se ha mantenido el dato de crecimiento mundial del año 2016 por la falta de información, por lo que por prudencia se ha mantenido el dato sin elevarlo.
- En cuanto a los gastos de materiales y de personal, se ha utilizado la media histórica del peso de estas partidas sobre el total de ingresos, lo que nos da un peso de entorno al 40% y el 18% respectivamente, a los cuales se les ha aplicado una tasa reductora anual del -0,5% y el -0,2%, ya que la empresa como bien dijo su director en un entrevista, está inmerso en un proceso de reestructuración operativa para mejorar la eficiencia, por lo que se ha estimado razonable reducir el peso de estas partidas progresivamente, de manera que año tras año los márgenes operativos vayan

⁹<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/15/Ene/Fich/be1501.pdf>

mejorando, de manera que los costes de material y personal serán los siguientes en los años 2015-2017:

	2015	2016	2017
Costes de material	39,5%	39%	38,5%
Costes de personal	17,8%	17,6%	17,4%

- En cuanto al margen EBITDA se ha aplicado un factor de crecimiento del 0,75% debido a la mejora prevista de los procesos internos del grupo Cortefiel. Se ha partido de la media histórica de un 13% de margen sobre ventas, lo cual da como resultado un margen EBITDA de 13,75%, 14,5% y 15,25% en 2015, 2016 y 2017 respectivamente.
- Para el cálculo de la amortización se ha tenido en cuenta la media histórica del gasto en amortización de la cuenta de pérdidas y ganancias sobre el total del inmovilizado, lo cual ha dado como resultado un 8,5%.
- En cuanto a la tasa impositiva, se ha tenido en cuenta los datos informados por el gobierno de España.

8. Valoración por el método del descuento de flujos de caja

Para la estimación de los flujos de caja se ha partido del EBIT estimado, a lo cual se ha aplicado el tipo impositivo correspondiente, para después proceder a sumar la amortización, puesto como sabemos, es un flujo que no sale de la empresa y que por tanto hay que sumar, menos la inversión en Capex y NOF, lo que nos da como resultado los flujos de caja libre para cada periodo.

Al último periodo, se le ha suma el valor residual, calculado aplicando a dicho cash flow, la tasa de crecimiento "g", dividido entre la diferencia entre el WACC y la g.

<u>Coste de la deuda</u>	
Kd = Gastos financieros/deuda media Cortefiel	
Kd=	4,30%

<u>Coste del capital</u>	
Coste del capital (Ke)=Activo libre de riesgo + β * (Premium)	
Activo libre de riesgo=	0,53%
Beta apalancada=	1,85
Premium=	9,47%
Ke=	18,01%

Para el cálculo del coste de la deuda se ha dividido los gastos financieros entre la deuda media, como mejor aproximación del valor, dada la imposibilidad de obtener un mayor desglose por la falta de información disponible, como consecuencia de ser una empresa no cotiza. Si bien se ha aplicado tipo de interés actual para empresas debido a la refinanciación de la deuda para conseguir unas mejores condiciones.

Para el coste de capital se ha utilizado la rentabilidad del bono a 3 años del estado que a fecha 26 de junio de 2015 era de 0,53%, con dato obtenido del Banco de España. Para el cálculo del spread, se ha tenido en cuenta la rentabilidad acumulada del Ibex 35 en junio, que era de un 10%, por lo que la diferencia con el activo libre de riesgo da un Premium de 9,47%.

BETAS: Levered and Unlevered Beta

Tax rate	26%
Risk free rate	0,53%

% deuda (D/EV)	49,31%
% capital (E/D+E)	50,69%

$$\beta_U = \beta_L / [1 + (1-t) * (D/E)]$$

$$\beta_L = \beta_U * [1 + (1-t) * (D/E)]$$

$$\beta_U = 1,07$$

$$\beta_L = 1,85$$

Para el cálculo de la beta de Cortefiel, se ha aproximado su valor a través de la beta de unos de sus principales competidores, que en este caso a través de Inditex, de manera que se ha desapalancado, para aplicar la estructura financiera de Cortefiel, lo que nos da una beta de 1,85. Por lo que una vez calculados todos los elementos, se ha calculado el coste de capital a través del CAPM, lo que nos ha dado un coste de 18,01%.

Para poder actualizar los flujos de caja que aparecen a continuación se ha calculado el WACC, como tasa de descuento de los mismos, que es la media ponderada del coste de la deuda y el capital, lo que ha dado como resultado una tasa de 10,70%.

Actualizando los flujos de caja libre a la tasa de descuento, que en este caso es el WACC, se ha obtenido el valor actual de 1.469.950, que descontando la deuda se obtiene una capitalización bursátil de 1.014.496.

Como Cortefiel actualmente no cotiza en bolsa, se ha utilizado [como referencia](#) el número de acciones que tenía Cortefiel en el mercado cuando estuvo cotizando en el mercado de valores¹⁰. Por lo que, el valor actual dividido entre el número de acciones, da un precio por acción de €12,97.

¹⁰ Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A., Cortefiel, revisión de valoración.

EBITDA	143.183	155.296	167.820
(-) Amortizaciones	78.129	79.692	81.286
EBIT	65.054	75.604	86.535
(-) Tasa impositiva (28%)	18.215	18.901	21.634
EBIT - Tasa impositiva	46.839	56.703	64.901
(+) amortizaciones	78.129	79.692	81.286
(-) Capex	18.023	18.383	18.751
(-) NOF	-10.018	937	-23
FFL	116.963	117.074	127.458
Valor residual			1.593.604
FFL final	116.963	117.074	1.721.062

WACC	10,70%
g	2,5%
VNA FFL	1.469.950
-deuda	455.455
Capitalización bursátil	1.014.496

Con el número de acciones en miles de euros.

Nº acciones	78.210
Precio/acción	12,97
Capitalización bursátil	1.014.496

9. Análisis comparativo de los múltiplos de compañías comparables

MÚLTIPLOS					
	Inditex	H&M	Cortefiel	Sector	
	2015	2015	2015	Retailers	España
PER	31,88	25,88	26,62	32,67	-
MÚLTIPLO EBITDA	19,32	15,33	9,61	10,21	9,13
MÚLTIPLO VALOR CONTABLE	8,92	11,5	2,51	-	-

Para el análisis de los múltiplos se han tenido en cuenta los multiplicadores del PER, de EBITDA y VALOR CONTABLE.

El método para el caso práctico de Cortefiel tiene una finalidad comparativa, y por tanto establecer que empresa está más cara.

El múltiplo más importante es el PER debido a la facilidad de comprensión y por la disponibilidad de la variable precio, que permite su cálculo rápidamente.

Como se puede observar en la tabla comparativa de los múltiplos, el PER estimado para Cortefiel estaría claramente por debajo no solo de sus principales competidores sino también del sector en su conjunto, lo cual arroja como resultado una infravaloración de Cortefiel, lo cual a pesar de estar barato, carece de atractivo de inversión debido al elevado apalancamiento financiero analizado a través de los ratios financieros.

El múltiplo EBITDA nos permite obtener una imagen más precisa, puesto que se valora el múltiplo con independencia de la estructura financiera. Según Alejandro Scherk, fundador de Asesores SA y presidente de Kersio Capital Sicav, un ratio inferior a 3 es excelente; de 3 a 5 es barato; de 5 a 7 es intermedio; de 7 a 9 es alto; y por encima de 9 es muy alto. Si bien hay que tener en cuenta el potencial de crecimiento de la empresa. Este múltiplo nos indicaría con cuanto tardaría el flujo de efectivo generado por la empresa en regresarle el dinero invertido al accionista si adquiere acciones al precio en el momento de cálculo del múltiplo.

Del ratio se concluiría que Cortefiel, Inditex y H&M son caros, es decir, el valor de la empresa es 9,61; 19,32 y 15,33 superior al valor del EBITDA respectivamente.

En cuanto al múltiplo del valor contable nos indica que si está por debajo de 1, la empresa está cotizando por debajo de su valor contable. Según Alejandro Scherk, en su Manual de Análisis Fundamental, la prima suele ser el reflejo de al menos tres cosas: recursos propios cuyo valor de mercado es superior al valor contable, la capacidad futura de generación de beneficios y fondo de comercio de la empresa basado en su liderazgo de marca. En las 3 compañías el múltiplo está por encima de 1, lo que indica que su cotización está por encima de su valor contable.

3. Principales conclusiones

Tras el análisis de Cortefiel, de sus competidores y del sector en términos generales, la principal conclusión es la recomendación de no salida a bolsa del grupo.

La causa de esta decisión es principalmente por el excesivo endeudamiento de la empresa, que hace que sus márgenes de beneficio sean escasos, a lo que se une sus problemas operativos, de manera que para poder salir a bolsa, debería tener lugar una reestructuración que permitiera a la empresa recuperar la senda de crecimiento y una mejora de los márgenes. Además, al ser una empresa que no cotiza, sus acciones son menos líquidas, de manera que para ser atractivas para el inversor, las acciones deberían emitirse con un descuento en su precio., lo cual supondría un obstáculo adicional a su salida a bolsa, ya que este inconveniente no supondría un gran problema si la empresa contara con una estructura financiera sana y con rentabilidades atractivas para el inversor.

Si comparamos los resultados de Cortefiel con los años en los que estuvo cotizando en bolsa, se aprecia un estancamiento en sus ventas actuales a nivel de 2004, donde las ventas supusieron unos ingresos de 983 millones de euros, lo cual nos lleva a la conclusión de que la

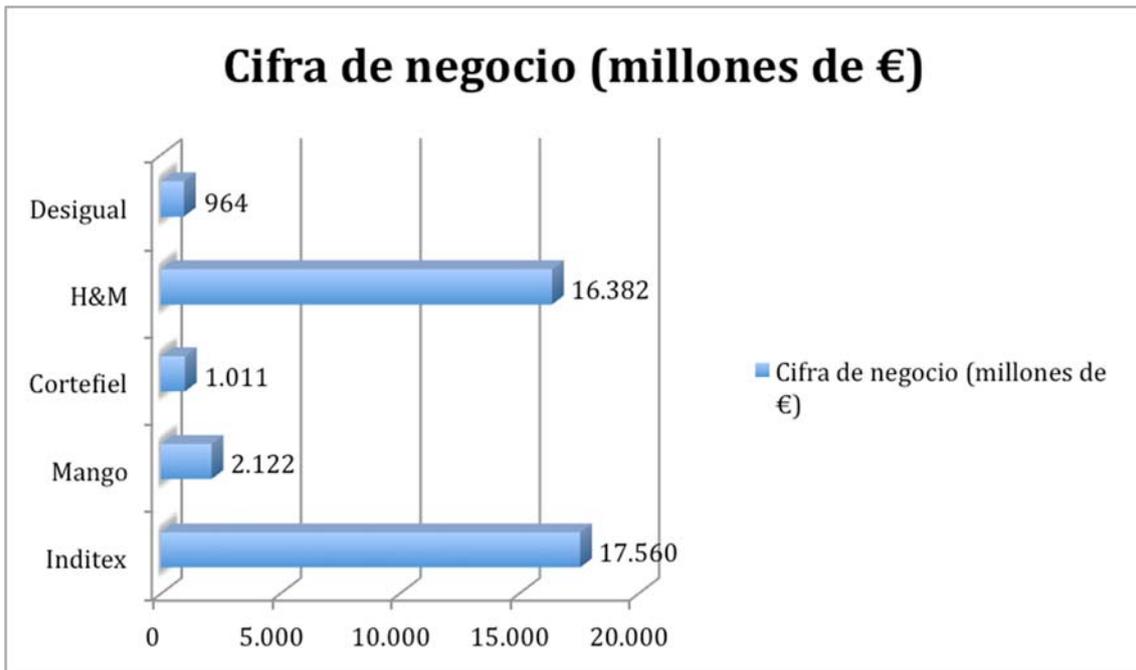
compañía lleva 10 años estancada en cuanto al nivel ventas, y parece que este último ejercicio cerrado en febrero de 2015, marca una tendencia positiva superando los 1.000 millones de ventas, en un periodo en el que la compañía se encuentra inmersa en un proceso de reestructuración interno y de mayor expansión internacional, potenciado por la amenaza de ser superado por el cuarto grupo de mayor importancia en España, que es la empresa Desigual.

También se aprecia que el peso del negocio español hace 10 años era prácticamente el mismo que actualmente, lo cual podría ser una de las causas del declive en las ventas, y de su debilidad frente a los principales competidores, que cuentan con una presencia internacional que proporciona la mayor parte de sus ingresos. Además, hace 10 años la mayor de su expansión internacional se llevaba a cabo a través de tiendas propias, mientras que actualmente la empresa cuenta en el extranjero con un mayor porcentaje de puntos de venta en franquicia, lo cual podría ser una de las causas del bajo rendimiento del grupo en el extranjero.

Teniendo en cuenta el escenario expuesto anteriormente, cabe mencionar como puntos fuertes para el futuro de Cortefiel, la mejora de la cadena de aprovisionamiento y distribución, lo cual permitiría reducciones en inventario y menores costes de distribución y de almacenamiento. Actualmente, el grupo Cortefiel está tratando de mejorar en esta área, y para ello el grupo ha incorporado como presidente no ejecutivo a Javier Campo, ingeniero con alta experiencia en el mundo de la distribución, y con planes que permitan mejorar los procesos internos, según la información del director general corporativo del grupo Cortefiel, Ignacio Sierra. Además, también será primordial continuar con la expansión internacional para tratar de reducir el peso que tiene la economía española sobre las ventas del grupo, y ganar más terreno en las ventas internacionales, lo cual tiene el riesgo potencial de pérdidas de margen por la exposición al tipo de cambio, si bien existen mecanismos financieros que permiten paliar estos efectos.

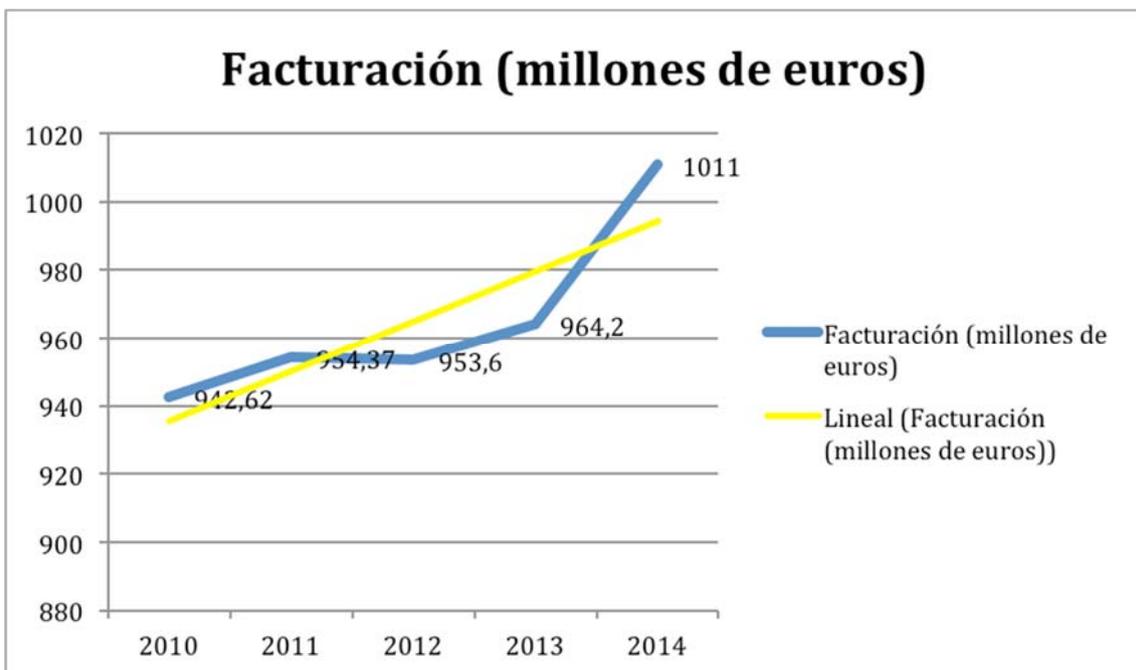
Anexos

Anexo 1 “distribución del sector textil en volumen de negocio”.



Fuente de elaboración propia a través de la web corporativa de cada grupo empresarial.

Anexo 2 “Facturación de Cortefiel 2010-2014”



Fuente de elaboración propia a partir de la información de Cortefiel.

Anexo 3 “cuentas anuales de Cortefiel”

Cuentas anuales					
Cuentas Consolidadas	28/02/2011	29/02/2012	28/02/2013	28/02/2014	28/02/2015
	mil EUR				
	12 meses				
	2010	2011	2012	2013	2014
	Conso PGC 2010				
Balance de situación					
Inmovilizado	866.322	873.505	853.718	857.703	901.144
Inmovilizado inmaterial	597.169	574.823	724.421	478.266	599.906
Inmovilizado material	194.144	181.360	n.d.	104.088	165.815
Otros activos fijos	75.009	117.322	129.297	275.349	135.424
Activo circulante	265.487	227.776	226.418	202.293	235.881
Existencias	115.518	129.028	122.822	59.726	108.984
Deudores	51.916	16.759	17.239	44.133	32.461
Otros activos líquidos	98.053	81.989	86.357	98.434	94.436
Tesorería	98.053	81.982	75.948	92.015	85.023
Total activo	1.131.809	1.101.281	1.080.136	1.059.996	1.137.025
Fondos propios	378.687	394.362	409.058	336.232	366.026
Capital suscrito	262.574	262.574	262.574	262.574	262.574
Otros fondos propios	116.113	131.788	146.484	73.658	103.452
Pasivo no corriente	487.396	424.971	407.778	482.630	485.155
Acreedores a L. P.	433.489	374.159	406.549	447.129	446.343
Otros pasivos fijos	53.907	50.812	1.229	35.501	38.667
Provisiones	4.322	3.931	1.229	1.146	2.577
Pasivo corriente	265.726	281.948	263.300	241.134	285.844
Deudas financieras	20.090	13.412	2.965	3.274	9.112
Acreedores comerciales	182.967	197.588	212.620	41.968	157.968
Otros pasivos líquidos	62.669	70.948	47.715	195.892	118.764
Total pasivo y capital propio	1.131.809	1.101.281	1.080.136	1.059.996	1.137.025

Cuentas de pérdidas y ganancias					
Ingresos de explotación	942.619	954.373	953.602	964.200	1.011.000
Importe neto Cifra de Ventas	936.923	946.299	945.772	954.077	993.127
Consumo de mercaderías y de materias	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado bruto	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Otros gastos de explotación	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado Explotación	63.792	41.749	30.049	17.394	50.853
Ingresos financieros	9.565	12.659	11.139	9.560	20.220
Gastos financieros	37.022	26.440	27.398	30.678	40.440
Resultado financiero	-27.457	-13.781	-16.259	-21.118	-20.220
Result. ordinarios antes Impuestos	36.298	27.968	13.790	-3.724	30.633
Impuestos sobre sociedades	5.892	10.180	-1.495	8.876	4.469
Resultado Actividades Ordinarias	30.406	17.788	15.285	-12.600	26.164
Ingresos extraordinarios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gastos extraordinarios	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultados actividades extraordinarias	-725	-15	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado del Ejercicio	29.681	17.773	15.285	-12.600	26.164

Anexo 4 “Salida del mercado de valores de Cortefiel”

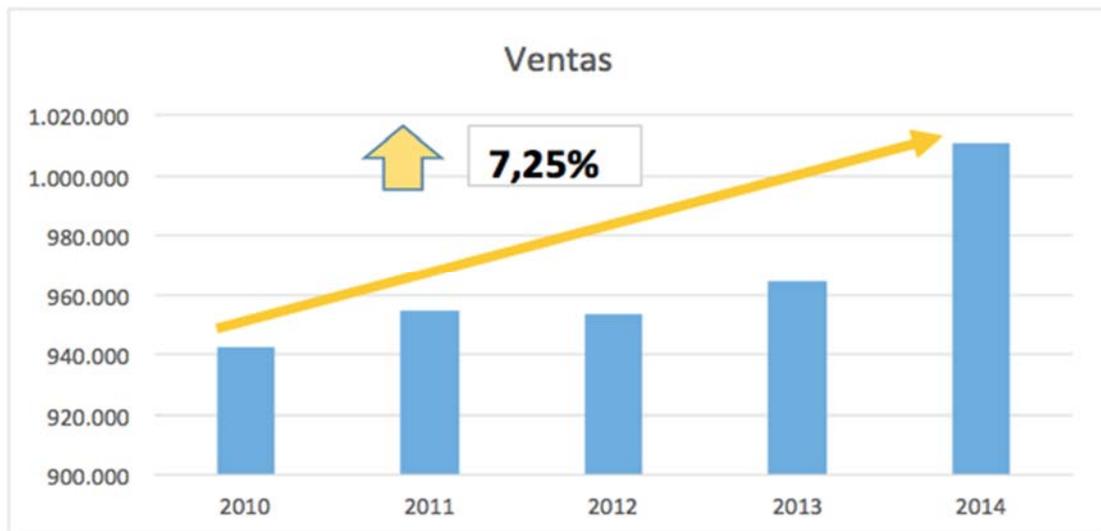
Las acciones de Cortefiel dejaron de en las Bolsas de Madrid y Barcelona en marzo de 2006, tras finalizar el plazo de aceptación de la Oferta Pública de Acciones (OPA) de exclusión formulada por Mep Retail España, lo cual se produjo con la entrada al grupo de fondos de capital riesgo. Este tipo de operación se caracteriza por su elevado apalancamiento financiero, ya que la compra se realiza a través de recursos ajenos, como puede ser la deuda subordinada.

La oferta de compra se extendió a un total de 9.861.104 acciones de Cortefiel representativas del 12,6% del capital de la compañía textil a razón de 18,40 euros por acción. El importe en efectivo de la operación fue de 1.249 millones de euros.

El objetivo de la operación era excluir las acciones de Cortefiel de cotización en las bolsas de Madrid y Barcelona, así como del Sistema de Interconexión Bursátil. De manera que tras la exclusión, los títulos de Cortefiel, al no ser negociables en el mercado bursátil, perdieron su liquidez y, por tanto, la capacidad de negociarse en un mercado organizado y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La exclusión se hizo efectiva cuando en 2005, los fondos de capital riesgo CVC y el tándem PAI y Permira llegaron a un acuerdo para repartirse el control de Cortefiel en tres partes iguales.

Fuente: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2006_12.pdf

Anexo 5 “evolución de las ventas del grupo Cortefiel”



Fuente de elaboración propia a través de los resultados de Cortefiel

Anexo 6 “pronósticos de crecimiento para España y a nivel mundial

	2015	2016	2017
Previsiones FMI de crecimiento a nivel global	3,5%	3,7%	3,70%
Previsión para España	2,50%	2%	1,80%
Media	3,0%	2,9%	2,8%

Fuente de elaboración propia a través de los datos publicados por el FMI

Anexo 7 “ratios financieros 2010-2014”

Ratios financieros					
Cuentas Consolidadas	28/02/2011	29/02/2012	28/02/2013	28/02/2014	28/02/2014
	mil EUR				
	12 meses				
	2010	2011	2012	2013	2014
	Conso PGC 2010				
A. Profitability					
Return on Equity (ROE)	7,84%	4,51%	3,74%	-3,75%	7,15%
Return on Capital Employed (ROCE)	7,66%	5,34%	3,67%	2,21%	6,19%
Return on Assets (ROA)	12,37%	10,46%	9,57%	8,56%	11,96%
EBIT margin	6,77%	4,37%	3,15%	1,80%	5,03%
Operating margin	14,85%	12,24%	10,95%	9,50%	13,00%
Net Profit margin	3,15%	1,86%	1,60%	-1,31%	2,59%
B. Operations					
Net Assets Turnover	1,09	1,10	1,10	1,13	1,15
Collection period (días)	20,10	6,41	6,60	16,71	11,72
Credit Period (días)	70	75	80	20	75
C. Ratios de liquidez y solvencia					
Current Ratio	1,00	0,81	0,86	0,84	0,83
Acid Ratio	0,56	0,35	0,39	0,59	0,44
Solvency Ratio (%)	1,50	1,56	1,61	1,46	1,47
D. Ratios estructura financiera					
Debt ratio (total debt ratio)	0,67	0,64	0,62	0,68	0,68
Financial debt ratio	0,54	0,50	0,50	0,57	0,55
Leverage ratio	1,20	0,98	1,00	1,34	1,24
Interest coverage ratio	1,72	1,58	1,10	0,57	1,26

Referencias

Referencias bibliográficas

- Fusiones y adquisiciones de empresas, Juan Mascareñas, McGraw-Hill, 4ª edición.
 - Capítulo 8: el coste del capital.
 - Capítulo 9: el flujo de caja libre.
 - Capítulo 10: multiplicadores.
- Guía rápida de valoración de empresas, Pablo Fernández, editorial Barcelona: ediciones gestión 2000, 2005.
- Valoración de empresas en la práctica, Francisco J. López Lubián, Walter de Luna Butz, McGraw-Hill, Instituto de empresa.
 - Capítulo 3: valoración de adquisiciones y empresas no cotizadas.
- Base de datos SABI.

Referencias web

- <http://www.grupocortefiel.com/es/quienes-somos>
- http://www.grupocortefiel.com/files/assets/0001/3609/CC_Codigo_Interno_Grupocortefiel_Agosto2012.pdf
- <http://www.oracle.com/es/solutions/midsize/oracle-one-apps-16-es-web-1520872-es.pdf>
- http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2006_12.pdf
- [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Informe_de_valoracion_sectorial_Retail_y_Productos_de_consumo_de_EY_Espa%C3%B1a/\\$FILE/EY-Informe-sectorial-retail-consumer-products.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Informe_de_valoracion_sectorial_Retail_y_Productos_de_consumo_de_EY_Espa%C3%B1a/$FILE/EY-Informe-sectorial-retail-consumer-products.pdf)
- http://www.elconfidencial.com/economia/2012-05-24/cortefiel-renegocia-por-tercera-vez-su-deuda-de-1-385-millones-por-la-crisis-del-consumo_417714/
- http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/si_1_2.pdf
- <https://www.google.com/finance>

