COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

DOBLE GRADO EN DERECHO Y ADE

Trabajo de Fin de GRADO

ÁNALISIS FUNDAMENTAL DE UNA EMPRESA

Valoración de “El Corte Inglés”

Autor: Granada Belmonte, Aurora

Tutor: Camarero Aguilera, Santiago

Madrid, enero de 2019

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN 4

2. EL CORTE INGLÉS 5

2.1 EVOLUCIÓN HISTÓRICA 5

2.2. MODELO DE NEGOCIO 6

2.3. RIESGOS Y OPORTUNIDADES 8

3. PROYECCIONES DE LA ECONOMÍA, DEL CONSUMO Y DEL COMERCIO ELECTRÓNICO EN ESPAÑA 10

3.1. EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PREVISTA DEL PIB EN ESPAÑA 10

3.2 EVOLUCIÓN DEL CONSUMO DE LOS HOGARES EN ESPAÑA 11

3.3. EVOLUCIÓN DEL COMERCIO ELECTRÓNICO A NIVEL NACIONAL Y GLOBAL 12

4. EL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA COMO MÉTODO DE VALORACIÓN 13

4.1. EL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA LIBRE 14

4.2. DETERMINACIÓN DEL PERIODO DE PROYECCIÓN 15

4.3. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE 16

4.4. ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO 20

4.4.1. Cálculo de la tasa de descuento en el método de descuento de flujos de caja: WACC (*Weighted Average Cost of Capital)* 20

4.4.2. Coste de la deuda (*Kd*) 22

4.4.4. Cálculo del coste de los recursos propios (*Ke*) 23

4.4.5. Proporción Recursos propios – Deuda 31

4.4.5. Cálculo del WACC 32

4.5. CÁLCULO DEL VALOR RESIDUAL 33

4.6. RESULTADO DE LA VALORACIÓN DE “EL CORTE INGLÉS” POR EL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA 35
4.7. ANÁLISIS DE ESCENARIOS DE SENSIBILIDAD DE LA VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA 35
5. MÉTODO DE VALORACIÓN DE MÚLTIPLOS COMPARABLES 37
5.1. SELECCIÓN DEL GRUPO DE COMPARABLES 38
5.2.1 PER 41
5.2.2. EV/EVITDA 43
6. CONCLUSIONES 46
7. ÍNDICE DE TABLAS 47
8. ÍNDICE DE GRÁFICOS 48
9. BIBLIOGRAFÍA 49
10. ANEXOS 54

1. INTRODUCCIÓN

En el mundo actual se plantean una serie de circunstancias como pueden ser la transmisión total o parcial de una empresa, la modificación de su gestión, la obtención de nueva financiación ajena, etc. que ponen de manifiesto la necesidad de llevar a cabo la valoración de una empresa.

En este sentido, es importante tener en cuenta que la valoración de una empresa no es una ciencia exacta ya que está sujeta en cierta medida a la subjetividad de la persona que lleva a cabo dicha valoración y que fundamenta sus opiniones en base a una serie de argumentos que deberán estar justificados para que se entiendan razonables.

Existen diferentes métodos para llevar a cabo la valoración de una empresa y la elección de unos u otros dependerá de la tipología y las características concretas de la compañía objeto de análisis. Por ello, resulta muy relevante a la hora de realizar una valoración hacer una primera contextualización del entorno macroeconómico de la empresa, del sector en el que opera, de la fase de ciclo en la que se encuentra, del funcionamiento de sus competidores, etc. que nos permitirán llegar a conclusiones sobre las que apoyar nuestra valoración.

Dentro de los diferentes métodos que pueden utilizarse para la valoración de una compañía, serán objeto del presente trabajo los métodos de: i) descuento de flujos de caja y ii) múltiplos comparables, aplicados al caso concreto de **El Corte Inglés**. Tras la aplicación de dichos métodos obtendremos un rango de valores que nos va a permitir obtener el valor de El Corte Inglés de acuerdo con los diferentes criterios y argumentos que hayamos considerado.

2. EL CORTE INGLÉS

2.1 EVOLUCIÓN HISTÓRICA

El Corte Inglés ("el Grupo" o "la Compañía", en adelante) es un grupo de grandes almacenes que opera en el sector de distribución dentro de España. Su historia se remonta al 1935[1] cuando Ramón Areces compra una sastrería fundada en 1890 con el nombre de El Corte Inglés ubicada en Madrid, siendo este su primer establecimiento. En 1940 Ramon Areces junto con su tío César Rodríguez constituyen la sociedad El Corte Inglés, siendo este último socio y primer presidente de la empresa.

En la década de los sesenta, El Corte Inglés comienza su expansión por las principales ciudades de España, abriendo centros en Barcelona, Sevilla y Bilbao.

En 1969, se constituye la sociedad **Viajes El Corte Inglés** que ofrece una amplia gama de servicios de viajes, además de organización de eventos y congresos.

En 1976, la Compañía inaugura **Óptica 2000**, enfocado en la comercialización de productos y servicios profesionales relacionados con la vista y la audición.

En 1979 se crea el supermercado **Hipercor** constituyendo este un nuevo concepto de hipermercado al incluir tanto ultramarinos, perecederos y hostelería, como secciones de textil y bazar.

En 1982 se constituye la **Correduría de Seguros del Grupo El Corte Inglés**.

En 1988 se constituye la empresa **Informática El Corte Inglés** enfocada en las tecnologías de la información y la comunicación.

El año 1995, la Compañía adquiere activos del que había sido su gran competidor en grandes almacenes, Galerías Preciados. Por lo que pasa a posicionarse como único centro de grandes almacenes en España.

En 2000 el Grupo lanza una nueva cadena de supermercados de proximidad al cliente bajo el nombre **Supercor**, en el que se ofrecen productos de alimentación, limpieza y perfumería.

[1] https://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/es/quienes-somos/historia-del-grupo/un-paseo-por-el-tiempo/

El año 2001, supone un cambio importante en la Compañía ya que se comienza el proceso de expansión internacional, al inaugurarse el primer centro de El Corte Inglés en el extranjero, concretamente en Lisboa (Portugal).

En 2002, aparece **Sfera,** una cadena de tiendas especializada en moda y complementos dirigida a hombres mujeres y niños.

En 2006 se inaugura **Bricor**, la primera tienda dedicada al bricolaje y decoración.

En 2009 se inaugura en El Corte Inglés de Callao (Madrid) un espacio dedicado al **cuidado personal** con una amplia variedad de servicios a medida del cliente.

En 2010 se inagura el espacio gastronómica **Gourmet Experience** con la venta de productos de firmas y cocineros de gran prestigio.

Actualmente, la Compañía cuenta con más de 75 años de experiencia siendo el Grupo líder de grandes almacenes a nivel europeo[2] y el mayor referente de la distribución comercial en España. El Corte Inglés dispone de centros comerciales distribuidos por toda España, así como otros dos centros fuera de España situados en Lisboa y Oporto. Además, cabe destacar que su plan estratégico para el futuro tiene sus cimientos en la fidelización de sus clientes y la diferenciación mediante la implantación de marcas propias competitivas, así como en el avance de la transformación digital y la internalización.

2.2. MODELO DE NEGOCIO

La principal manera de generar ingresos para El Corte Inglés proviene de su formato de grandes almacenes, ya que éste constituye la actividad principal dentro del Grupo, siendo su aportación a la cifra de negocios un 63% aproximadamente en el año 2017[3].

Junto con su formato de grandes almacenes, como se ha comentado anteriormente en la evolución histórica de la Compañía, el Grupo opera en otras

[2] https://www.europapress.es/economia/noticia-corte-ingles-lider-europeo-grandes-almacenes-2017-tercero-nivel-mundial-20180725165339.html

[3] https://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/es/comunicacion/notas-de-prensa/el-grupo-el-corte-ingles-eleva-sus-ventas-hasta-los-15505-millones-con-un-aumento-del-ebitda-del-75.html

líneas de actividad distintas para la generación de ingresos, algunas de ellas con presencia en mercados internacionales. Concretamente, estas son:

- **Hipermercados Hipercor**: ofreciendo una gran diversidad de productos de alimentación, cuidado personal, textil y hogar.
- **Tiendas de proximidad, Supercor**: enfocadas a satisfacer todas las necesidades básicas de la compra.
- **Sfera**: ofreciendo productos especializados en moda y complementos. Cuenta con presencia internacional en 15 países de Europa, América y Asia[4].
- **Bricor**: ofreciendo productos de bricolaje, decoración y servicios para el hogar y jardín.
- **Óptica 2000**: cadena de ópticas en la que se comercializan las principales marcas de moda.
- **Grupo Viajes El Corte Inglés**: ofreciendo servicios de agencia de viajes. Cuenta con presencia en diversos mercados internacionales con un total de 80 oficinas repartidas por el extranjero[5].
- **Grupo Informática El Corte Inglés**: desarrollando actividades en el sector de las Tecnologías de la Información y de las Comunicaciones.
- **Grupo de Seguros**: ofreciendo servicios de seguros de vida y accidentes, de ahorro, de rentas temporales y vitalicias y de planes de pensiones.

Cabe destacar que el modelo de negocio de El Corte Inglés se sustenta en la renovación y la continua mejora de la oferta comercial de sus productos y servicios tratando de que estos sean lo más atractivos e innovadores posibles y que se adapten perfectamente a las exigencias del mercado. De esta manera, el Grupo trata de incorporar las últimas novedades en todas las áreas de actuación en las que tiene presencia.

[4] https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/8929464/02/18/El-Corte-Ingles-crece-en-el-exterior-con-Sfera-y-desembarca-en-Polonia.html
[5] https://www.preferente.com/noticias-de-agencias-de-viajes/la-matriz-de-viajes-el-corte-ingles-aspira-a-hacer-grandes-inversiones-275499.html

Además, la Compañía se ha centrado con mayor detenimiento en la apuesta por la omnicanalidad con la finalidad de conseguir la mayor integración posible entre las tiendas físicas y el mundo online.

De manera que, podemos concluir que el modelo de negocio de El Corte Inglés consiste en la generación de ingresos derivada de la venta y prestación de servicios procedentes de: grandes almacenes, hipermercados, tiendas de proximidad, tiendas de moda, tiendas de bricolaje y decoración, ópticas, agencia de viajes, informática y seguros, por lo que podemos asumir que su modelo de negocio está claramente diversificado al tener presencia en la distribución de productos y servicios en sectores muy diferenciados.

Esta diversificación le permite compartir conocimientos técnicos a la vez de generar sinergias entre todos sus formatos de negocio. Pero, sobre todo, la diversificación de la Compañía reduce la sensibilidad de esta ante cualquier tipo de contratiempo que se pueda producir en alguno de los segmentos en los que opera.

Por todo ello, podemos afirmar que el modelo de negocio de El Corte Inglés es un modelo propio y, que no tiene ninguna empresa de referencia de similares características con la que se le pueda comparar.

2.3. RIESGOS Y OPORTUNIDADES

El Corte Inglés desarrolla su actividad en el ámbito internacional, aunque físicamente solo tiene presencia en España, donde actualmente tiene repartidos por las principales provincias un total de 94 centros en su formato original (grandes almacenes) y, en Portugal donde cuenta con dos centros: uno en Lisboa y otro en Oporto[6].

Por ello, podríamos decir que, en relación con su formato de tiendas físicas la alta exposición del negocio de la compañía a España supone que este se vea afectado por el **entorno económico, sociocultural y político-legal** del país. En este sentido, en cuanto a la situación a nivel político y económico podríamos destacar como uno de los grandes riesgos la inestabilidad política de Cataluña,

[6] https://www.elcorteingles.es/centroscomerciales/es/eci

puesto que El Corte Inglés cuenta con 134 establecimientos en esta comunidad y podría verse afectado por las consecuencias negativas que genera dicha situación de inestabilidad. Según el informe de la agencia de calificación Standard & Poor's[7] el centro que la Compañía tiene ubicado en la Plaza de Cataluña (Barcelona) es uno de los 10 centros que aportan el 40% del beneficio del Grupo.

Por otro lado, otro de los grandes riesgos del grupo es la **competencia** ejercida por las nuevas plataformas online. Cabe destacar que, en los últimos años, se ha producido una disrupción del modelo tradicional de comercio de la mano de la aparición de gigantes como Amazon o Alibaba que han transformado el modelo tradicional de negocio en el sector *retail,* colocándose en una posición de absoluto liderazgo en el mercado. Es por ello por lo que la proliferación de este tipo de plataformas de comercio electrónico supone para El Corte Inglés una fuerte presión en los precios además de la pérdida de cuota de mercado, lo que puede afectar al resultado operativo de su negocio.

Otros riesgos que también pueden tener cierta repercusión en el negocio de El Corte Inglés podrían ser los siguientes:

- ⇒ Riesgos financieros asociados a las variaciones de los tipos de interés que podrían suponer un aumento de los costes de financiación de la Compañía.
- ⇒ Riesgos de tipo de cambio por operaciones con divisas, especialmente en las compras de mercaderías denominadas en dólares estadounidenses.
- ⇒ Riesgos de precio de sus inversiones en instrumentos de patrimonio que cotizan en mercados.
- ⇒ Riesgos operativos con el incremento de los precios de las materias primas.
- ⇒ Riesgos asociados a la digitalización y al no avanzar en la misma línea y a la velocidad que lo hacen los competidores.

[7] https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/09/25/companias/1537893837_834928.html

Por otro lado, en cuanto a las principales oportunidades que se le presentan a El Corte Inglés podemos señalar la expansión internacional del Grupo fuera de España y Portugal.

También, la fusión del mundo online con la tienda física mediante medidas como la igualación del catálogo de productos de las marcas en las tiendas físicas con el ofrecido en la plataforma online, tratando de ofrecer la misma experiencia de compra en todos sus canales de venta, además de aprovechar la omnicanalidad para estimular el turismo de compras.

Por último, es importante precisar que el mantenimiento de bajos tipos de interés a nivel europeo le permitirá seguir reduciendo su endeudamiento a un menor coste, y, por último, una de las oportunidades clave sería la posibilidad de conseguir alianzas con los gigantes del comercio online como por ejemplo, exigir un marco normativo europeo para que todos los jugadores del sector puedan competir en igualdad de condiciones, ya que los operadores online no se ven afectados, por ejemplo, por las restricciones horarias o por las normas de libertad de establecimientos y además de ello, disfrutan de una fiscalidad más ventajosa.

3. PROYECCIONES DE LA ECONOMÍA, DEL CONSUMO Y DEL COMERCIO ELECTRÓNICO EN ESPAÑA

3.1. EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PREVISTA DEL PIB EN ESPAÑA

Como muestra el **Gráfico 1**, sobre la evolución histórica y prevista de la tasa de crecimiento del PIB en España, tras unos años de tasas de crecimiento negativas, consecuencia de la fuerte crisis económica, en 2014 el PIB comenzó a recuperarse, registrando, desde ese momento, tasas de crecimiento interanual positivas debido a la mejora registrada en la demanda doméstica en un entorno de abaratamiento del precio de la energía, que empujó al alza la inversión y el gasto de los hogares. En el ejercicio 2017, la economía española creció un 3,1% respecto al año 2016, con lo que suma cuatro años de recuperación y tres años consecutivos creciendo por encima del 3%, tal y como se refleja en la **Gráfico 1**.

Respecto a la previsión del PIB para los próximos tres años, el Banco de España prevé que la recuperación continúe, no obstante, a un ritmo de crecimiento menor al observado durante los últimos 3 años, con crecimientos esperados del 2,6% en 2018; 2,2% en 2019; 2,0% en 2020 y 1,7% en 2021.

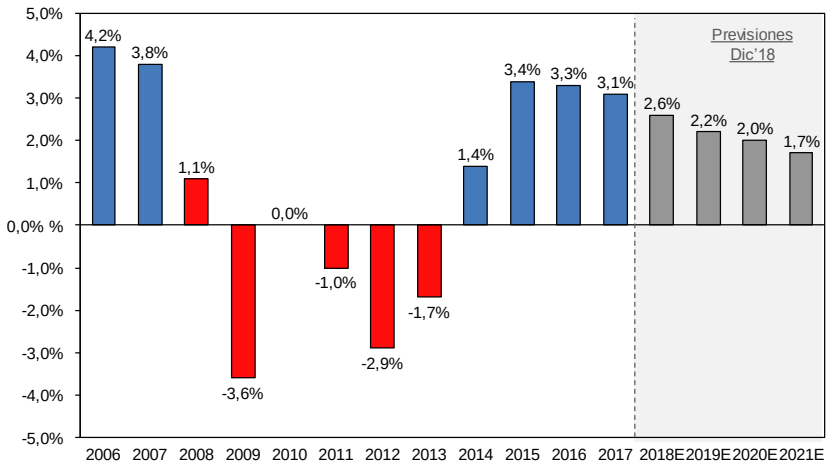

Gráfico 1 - Evolución histórica y prevista de la tasa de crecimiento del PIB en España
Fuente: Datosmacro.com y Banco de España

3.2 EVOLUCIÓN DEL CONSUMO DE LOS HOGARES EN ESPAÑA

Como indica el **Gráfico 2,** sobre la variación anual del consumo privado en España de 2014 a 2021, se espera un crecimiento del 2,3% para 2018 y del 2% en 2019 gracias a factores como: i) el aumento del empleo y ii) el aumento de los salarios del sector privado. Además, las previsiones proporcionadas por Statista para los próximos años, 2020 y 2021 presentan también signo positivo, con una variación superior al 1,5%.

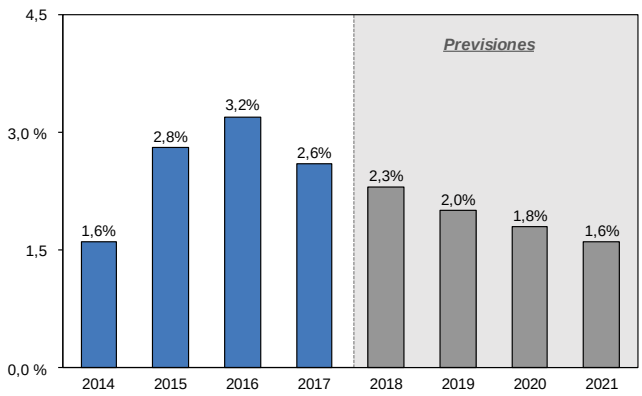

Gráfico 2 - Variación anual del consumo privado en España de 2014 a 2021

Fuente: Statista

3.3. EVOLUCIÓN DEL COMERCIO ELECTRÓNICO A NIVEL NACIONAL Y GLOBAL

Según datos proporcionados por la CNMC [8] la facturación del comercio electrónico en España aumentó en el segundo trimestre de 2017 un 23,4% interanual. Así mismo, los ingresos del comercio electrónico dentro de España (compras hechas en España a webs españolas) han aumentado un 14,5% interanual hasta los 2.817,1 millones de euros [9]. Por otro lado, también el volumen de negocio de las transacciones con origen en España y dirigidas hacia el exterior ha sido de 3.244,7 millones de euros (+27,3%).

Además, según un informe publicado por Moody's en junio de 2018: "*el comercio electrónico en España crecerá a un ritmo de entre el 12% y el 15% anual hasta 2022, superando en ese año los 15.000 millones de euros, lo que representa una aceleración más acusada que en otros países europeos como Francia, Alemania o Reino Unido".*

También, el informe Situación y perspectivas del comercio electrónico minorista elaborado por EAE Business School en 2021[10] señala que: "*en 2021, las ventas globales de comercio electrónico rebasarán los 4,47 trillones de dólares*". Así mismo, el informe indica que: "*en 2021 el sector del comercio*

[8]https://www.cnmc.es/sites/default/files/editor_contenidos/Notas%20de%20prensa/2018/20180105_NP_CE_II_17-.pdf

[9] https://elpais.com/economia/2018/01/05/actualidad/1515159002_890578.html

[10] http://marketing.eae.es/prensa/SRC_ComercioElectronico.pdf

electrónico crecerá a doble dígito durante los próximos tres años y el número de usuarios que compran a través de la Red superará los 2.140 millones".

En definitiva, de acuerdo con los datos proporcionados por estas fuentes las perspectivas tanto de los indicadores analizados de la economía española (PIB y consumo privado) como del comercio electrónico a nivel nacional y global son favorables para los próximos años ya que nos indican que este crecimiento va a continuar de manera sostenida en el tiempo. Por esta razón, en este contexto favorable El Corte Inglés tendrá la oportunidad de aumentar sus ventas y, en consecuencia, sus ingresos.

4. EL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA COMO MÉTODO DE VALORACIÓN

El método de descuento de flujos de caja (en adelante, DFC) es uno de los más comunes para llevar a cabo la valoración de una empresa y nos permite valorar una compañía en función de su capacidad para generar flujos de caja en el futuro. De acuerdo con el profesor Camarero "*una empresa vale tanto como su capacidad para generar 'beneficio' en el futuro*" (Camarero, 2018).

Concretamente, este método consiste en la realización de estimaciones de los flujos de caja que la compañía generará en el futuro y que posteriormente serán descontados a la tasa de descuento que se estime apropiada en función de la ponderación del riesgo asociados a cada flujo y de la procedencia de dichos flujos (deuda o equity) (Morales y Martínez, 2006).

En mi opinión utilizar el método de valoración de descuento de flujos de caja es acertado cuando nos encontramos ante compañías, como es el caso de El Corte Inglés, con expectativas de continuidad de funcionamiento y que, además, se encuentran en una fase de madurez, donde su negocio está consolidado.

No obstante, es preciso señalar que existen distintos tipos de flujos de caja (*cash flows*) que pueden ser considerados a la hora de la valorar de una empresa (Camarero, 2018):

- ⇒ Flujo de caja para accionistas
- ⇒ Flujo de caja para la deuda

⇒ Flujo de caja libre

En este trabajo, para desarrollar la valoración de El Corte Inglés vamos a tomar en consideración los **flujos de caja libre** que nos permitirán obtener el valor de la empresa.

4.1. EL DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

Como se ha comentado anteriormente, existen diferentes tipos de flujos de caja en función del ejercicio que se quiera realizar. En este caso, para la valoración de El Corte Inglés vamos a utilizar los flujos de caja libre. Este tipo de *cash flow* es un híbrido entre equity y deuda ya que va a permitir servir los pagos de deuda (tanto de intereses como del principal) y, además, remunerar a los accionistas. Por ello, incorpora tanto el coste del equity como el coste de la deuda.

Según Vaquero Lafuente: "*El flujo de caja está libre de todo sesgo contable o financiero porque únicamente hace referencia a las entradas y salidas de dinero reales que tienen lugar en el seno de la empresa*" (Vaquero Lafuente, 2009).

En conclusión, estos flujos de caja hacen referencia al valor de la empresa atribuible a los inversores, tanto deudores como accionistas.

Para calcular los flujos de caja libre nos vamos a servir el siguiente esquema:

(+) Beneficio de explotación (EBIT)
(-) Impuestos

NOPAT *(Net Operating Profit After Taxes)*
(+) Amortizaciones y Provisiones

Cash Flow Operativo

(+/-) Inversión en Activo Fijo (CAPEX)
(+/-) Variación de capital circulante (Working Capital)

(+/-)Flujo de caja libre

4.2. DETERMINACIÓN DEL PERIODO DE PROYECCIÓN

En primer lugar, para llevar a cabo la valoración por este método hay que decidir el horizonte temporal que vamos a utilizar en nuestro análisis, es decir, el número de años sobre los que vamos a proyectar los flujos de caja libre futuros.

Para establecer este número de años, vamos a tener en cuenta una serie de factores como: i) el histórico de la información contable de la Compañía, ii) riesgos a los que se enfrenta en un futuro El Corte Inglés y iii) su plan estratégico para los próximos años.

En relación con este punto algunos autores como Juan Mascareñas estiman que el número mínimo de periodos aceptables para realizar la proyección temporal es de 3 a 5 años (Juan Mascareñas, 2005)

También, otros autores como Damodaran dividen el horizonte temporal de la valoración de las empresas en dos intervalos: i) un primer intervalo donde se realizan estimaciones de los flujos de caja de manera individual y detallada y que comprende una proyección de entre 5 y 10 años y, ii) un segundo intervalo que tiende a infinito en el que se calcula un valor terminal mediante una renta perpetua, aplicando una tasa de crecimiento constante al último flujo de caja estimado (Damodaran, 2002).

Si bien, la elección del número de años a proyectar puede variar en función de las circunstancias de la empresa y del sector en el que esta se encuentre.

Bajo mi punto de vista sería razonable utilizar para la estimación de flujos de caja libre de El Corte Inglés un horizonte temporal de cinco años dado que estamos ante el caso de una compañía que se encuentra en una fase de madurez y, que cuenta con una estructura de negocio consolidada al estar posicionada como la mayor y única cadena de grandes almacenes en España. Además, El Corte Inglés, tiene, en general, unos datos operativos constantes y ha mostrado crecimientos similares durante los últimos años.

4.3. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

En primer lugar, en relación con los ingresos de explotación de la Compañía, estos han mostrado un crecimiento positivo y uniforme en los últimos cinco años habiendo aumentado de media un 2,9% por año.

Las perspectivas de la economía española a largo plazo, especialmente de indicadores como el PIB y el consumo privado, determinantes para el negocio de la Compañía, también muestran una evolución positiva durante los próximos años.

Además, el crecimiento de los ingresos en los próximos años se verá impulsado, principalmente, por el aumento de las ventas a través de su plataforma online ya que según datos proporcionados por la CNMC la facturación del comercio electrónico en España ya creció un 23,7% interanual en el último trimestre de 2017 y, de acuerdo con un informe de Moody's, también se estima que el comercio electrónico en España crezca a un ritmo de entre el 12% y el 15% hasta 2022.

En base a esta información y basándonos en la nueva estrategia de negocio de El Corte Inglés que se concreta principalmente en:

- **Internacionalización:** puesto que ya cuenta con una sólida presencia en el mercado español y, por ello, el crecimiento vía ingresos por esta línea está limitado. La manera de crecer en ingresos vendría, entre otras, con la búsqueda de oportunidades fuera de España con algunas de sus principales marcas que ya están expandidas en el extranjero y están mostrando un incremento de los ingresos y, por tanto, un aumento de la facturación para el Grupo e incluso con su formato de grandes almacenes. En este sentido, El Corte Inglés ha cerrado el pasado 11 de diciembre de 2018 un acuerdo con el grupo mejicano Soriana[11]: *"El acuerdo entre el Corte Inglés y Soriana supone la distribución en exclusiva de la marca española en México. El acuerdo forma parte del*

[11] https://espaciomex.com/economia-y-empresas/el-corte-ingles-sella-una-alianza-con-el-grupo-mexicano-soriana/

plan de internacionalización de la marca, que ya tiene en México su principal mercado fuera de España".

- **Mejora de la omnicanalidad:** la irrupción de los gigantes online está provocando que la Compañía acelere la estrategia digital que quiere llevar a cabo. En este sentido, el Grupo se quiere centrar en la mejora de la omnicanalidad que vendrá de la mano de la mayor integración entre sus tiendas físicas y online con el objetivo de ofrecer un catálogo de productos y una oferta comercial idéntica en ambos formatos (centros físicos y escaparate virtual) para ofrecer así la misma experiencia de compra en sus diferentes canales de venta. Por último, El Corte Inglés quiere *aprovechar esta omnicanalidad para estimular el turismo de compras.* Esto generaría sobre todo un aumento de los ingresos por vía digital de la Compañía.

- **Bases de datos de los clientes:** la Compañía busca mejorar la utilización de las bases de datos de los clientes con la finalidad de conocer mejor sus gustos y "*asistir a sus hábitos las 24 horas del día con total transparencia".*

- **Alianzas con sus principales competidores:** en lo relativo a este punto la Compañía ha cerrado recientemente (11 de noviembre de 2018) una alianza con Alibaba, uno de los "gigantes" del comercio electrónico[12]: "*El Corte Inglés y la china Alibaba han firmado un acuerdo de intenciones para desarrollar conjuntamente nuevas oportunidades de negocio en el entorno del comercio online y la mejora de la propuesta omnicanal".* Este acuerdo permitirá a El Corte Inglés aprovechar las plataformas B2C (*Business to Consumer*) de Alibaba, incluyendo Tmall y AliExpress, para ofrecer a los usuarios de Alibaba en China y en el resto del mundo sus marcas y productos, incluidas las referencias propias de la Compañía. Lo que implicará un incremento de las ventas del negocio de El Corte Inglés.

[12] https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/9551751/11/18/El-Corte-Ingles-firma-una-alianza-global-para-Alibaba-para-crecer-online.html

Por todo ello, vamos a suponer que los ingresos de El Corte Inglés van a crecer durante los próximos dos años a un ritmo equivalente al crecimiento del PIB en España que se estima en un 2,6% para 2018 y un 2,2% para el año 2019, un 2% en el año 2020 y un 1,7% en 2021. Por último, para el año 2022 vamos a mantener el crecimiento de los ingresos al mismo ritmo que en el último periodo, por lo que estimaremos un crecimiento también del 1,7% (Mirar en Anexo).

En cuanto a la proyección de los gastos operativos, teniendo en cuenta que, en los últimos años, el margen bruto sobre las ventas se ha mantenido muy constante vamos a mantener su proporción histórica sobre los ingresos para los años proyectados. De manera que, los costes operativos van a mostrar un crecimiento proporcional a los ingresos.

Los gastos de personal y otros gastos de explotación, al estar directamente relacionados con el volumen de las ventas, vamos a suponer que van a mantener su peso relativo con respecto a los ingresos operativos de la Compañía.

Respecto a los activos materiales: dado que no se tiene la suficiente información sobre la adquisición de nuevos activos materiales por parte de la Compañía y teniendo en cuenta que en los últimos cinco años la tasa anual compuesta de crecimiento ha representado el -1.5%, vamos a estimar que los activos materiales se van a reducir en menor medida durante los años proyectados, a una tasa del -5% como consecuencia de la estrategia de expansión de El Corte Inglés que, aunque vendrá principalmente de la mano de la mejora del comercio online también supondrá algún tipo de inversión en activos materiales.

Por su parte, para la determinación de las proyecciones de la amortización del inmovilizado material vamos a estimar que estas van a continuar en la misma línea que lo hacen los activos materiales a una tasa del -5%.

En relación con los activos intangibles estos han experimentado en los últimos años una tasa anual de crecimiento del 3,7% por tanto vamos a tomar esta como referencia para la proyección durante los próximos 5 años, entendiendo que, como consecuencia de la estrategia de expansión de la Compañía enfocada en la mejora del comercio online, es posible que esta lleve a cabo inversiones en activos intangibles que proporcionen una mejora de la omnicanalidad.

Para las proyecciones del impuesto sobre beneficios dado que en los últimos años han experimentado unas variaciones muy dispares, vamos a tomar como referencia la tasa establecida a los efectos del Impuesto sobre Sociedades del 25%.

Estimación de la inversión neta en activo fijo (CAPEX)

El Capex (*Capital Expenditure*) hace referencia a las inversiones de la empresa en activos de carácter fijo, que incluyen tanto activos tangibles como intangibles. Estas inversiones aparecen en el cálculo de los FCL de la empresa debido a que afectan directamente a la caja de esta.

Existen diferentes formas de proyectar el CAPEX en la valoración de empresas. El profesor Damodaran, por ejemplo, propone la estimación de CAPEX mediante la relación de Capex/Ventas para una muestra de compañías según el sector al que pertenecen (Damodaran, 2018). También, se puede llevar a cabo esta estimación si se tiene la posibilidad de reunirse con la gerencia de la compañía y solicitar a esta su plan de inversiones, así como de expansión y crecimiento para los próximos años [13]. Otros autores recomiendan estudiar cómo el CAPEX histórico ha estado asociado al crecimiento de la compañía para poder estimar este a futuro (Felipe Mejía M., 2018).

En nuestro caso, para la estimación de la inversión neta en activo fijo, ante la falta de información sobre los planes de inversión que tiene El Corte Inglés para los próximos años vamos a suponer que la Compañía va a llevar a cabo inversiones y enajenaciones en la cantidad que resulte de la diferencia entre el inmovilizado material bruto y activos intangibles brutos proyectados y los mismos correspondientes al año anterior.

Por ello, vamos a aplicar la siguiente fórmula:

CAPEX (año x) = Valor contable bruto del activo fijo (año x) - Valor contable bruto del activo fijo (año x-1)

[13] Es importante precisar que las adquisiciones futuras también deben ser incorporadas como Capex.

WORKING CAPITAL

En relación con el *Working Capital* o capital circulante que hace referencia a los activos líquidos de una empresa, es decir, a la cantidad dinero que tiene disponible para realizar sus actividades y operaciones diarias, su valor se calcula restando al total de los activos corrientes el total de los pasivos corrientes.

Sin embargo, para calcular los flujos de caja libre se utiliza el *Working Capital* ajustado en el que se tiene en cuenta el activo corriente sin incluir el efectivo ni las inversiones financieras a corto plazo y el pasivo corriente sin incluir la deuda financiera a corto plazo.

Working Capital operativo = (Activo corriente - Efectivo - Inversiones financieras a c/p) – (Pasivo corriente - Deuda financiera a c/p)

No obstante, en el presente trabajo para llevar a cabo el cálculo de los flujos de caja libres lo que debemos estimar es la variación del *Working Capital* ajustado que se haya producido de un año a otro. De modo que, un aumento (disminución) del capital circulante ajustado supone una disminución (aumento) del flujo de caja en el periodo en cuestión.

Por tanto, si el activo corriente ajustado aumenta la compañía dispone de menos liquidez. Por el contrario, si el pasivo corriente ajustado aumenta las necesidades de liquidez de la empresa disminuyen.

4.4. ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO

4.4.1. Cálculo de la tasa de descuento en el método de descuento de flujos de caja: WACC (*Weighted Average Cost of Capital)*

En este caso, como estamos calculando los flujos de caja libre para la valoración de la Compañía, la tasa de descuento que resulta más apropiada es el WACC también denominado Coste Promedio Ponderado de Capital (CPPC) (Pablo Fernández, 2008).

El WACC es un promedio ponderado de dos magnitudes:

- **Coste:** coste de la deuda (*Kd*)
- **Rentabilidad exigida**: rentabilidad exigida a las acciones (*Ke*)

Por tanto, el WACC pondera el coste de cada una de las fuentes de capital con independencia de que estas sean propias o de terceros.

La correcta determinación de la tasa de descuento es uno de los elementos más importantes para obtener un valor que se ajuste en la mayor medida posible al valor real (Morales y Martínez, 2006)

Es importante mencionar que el WACC "*marca la tasa de corte a partir de la cual la empresa debe exigir a sus inversiones"* (García Estévez, 2010), lo que nos indica que no sería viable que una empresa pagase más por sus recursos que lo que obtiene de rentabilidad por sus inversiones.

Para el cálculo del WACC se utiliza la siguiente ecuación:

$$\mathbf{WACC} = Ke \frac{E}{E + D} + Kd\,(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

Donde:

- ***Ke*:** es el coste de los recursos propios de la empresa
- ***E*:** son los recursos propios de la empresa
- ***Kd*:** es el coste de la deuda
- ***D*:** es la deuda de la empresa
- ***t***: es la tasa impositiva del impuesto de sociedades

Según Morales y Martínez cada componente del WACC debe ser calculado con valores de mercado (Morales y Martínez, 2006).

Por ello, cada uno de los recursos financieros de la empresa tiene que ser negociado en un mercado determinado y, en consecuencia, se obtendrá su coste a través de referencias y diferenciales distintos (García Estévez, 2010).

El diferencial se relaciona directamente con el riesgo del recurso financiero en cuestión, por lo que cuanto mayor sea el riesgo, mayor será el diferencial empleado para el cálculo del coste. En este sentido, los recursos financieros más habituales se pueden concretar en: acciones ordinarias, reservas,

participaciones preferentes, prestamos, bonos y obligaciones convertibles (García Estévez, 2010).

4.4.2. Coste de la deuda (*Kd*)

En primer lugar, el coste de la deuda hace referencia al coste que la Compañía va a tener que soportar para desarrollar su actividad a través de su financiación ajena, es decir, aquella financiación obtenida principalmente a través de préstamos y créditos o de su emisión de deuda (bonos emitidos en el mercado).

En nuestro caso, vamos a calcular el coste de la deuda dividiendo los gastos financieros de El Corte Inglés en el último año (2017) entre el saldo medio de la deuda financiera a cierre de 2016 y a cierre de 2017.

$$Kd = \frac{\text{Gastos financieros}}{(\text{Deuda total en n-1} + \text{Deuda total en n})/2}$$

Por tanto, según la información recogida en las cuentas anuales de El Corte Inglés relativa tanto a los gastos financieros como a la deuda total de la Compañía durante los dos últimos ejercicios, obtenemos la siguiente información:

Deuda financiera (expresado en miles de €)	2016	2017
PASIVO NO CORRIENTE		
Obligaciones y otros valores negociables no corrientes	2.010.273	595.804
Deudas no corrientes con entidades de crédito	1.856.688	1.652.302
Deudas con asociadas y partes vinculantes no corrientes	48.657	48.657
Otros pasivos financieros	228.874	104.930
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	**4.144.492**	**2.401.693**
PASIVO CORRIENTE		
Obligaciones y otros valores negociables corrientes	149.857	1.631.212
Deudas corrientes con entidades de crédito	56.959	114.408
Deudas con asociadas y partes vinculantes corrientes	64.426	90.503
Otros pasivos financieros corrientes	20.241	115.625
TOTAL PASIVO CORRIENTE	**291.483**	**1.951.748**
TOTAL DEUDA FIANANCIERA	**4.435.975**	**4.353.441**

Tabla 1 – Cálculo de la deuda financiera de El Corte Inglés en los años 2016 y 2017

Fuente: Cuentas Anuales de El Corte Inglés

Datos expresados en miles de €	
Deuda financiera año 2016	4.435.975
Deuda financiera año 2017	4.353.441
Saldo medio de la deuda financiera	**4.394.708**
Total gastos financieros del ejercicio 2017	**192.205**
Coste de la deuda (Kd)	**4,37%**

Tabla 2 - Cálculo del coste de la deuda

Fuente: Elaboración propia

Ahora bien, debemos precisar que, este coste de la deuda no sería realmente el definitivo puesto que cuando la empresa se endeuda para financiarse, se produce la obligación de pagar intereses (gastos financieros) y al ser estos gastos financieros deducibles (a los efectos del Impuesto de Sociedades), se reduce el montante que debe pagar la empresa por los resultados operativos de la actividad que lleva a cabo (Cooper & Nyborg, 2007), es decir, se genera un ahorro fiscal para la Compañía que debemos considerar.

Por ello, para calcular el coste efectivo de la deuda multiplicaremos el coste de la deuda, obtenido sin tener en cuenta el mencionado ahorro fiscal que generan los gastos financieros, por el tipo impositivo.

En este caso, para nuestro análisis vamos a utilizar el tipo impositivo que establece la ley del impuesto sobre sociedades, del 25%. Por tanto, el coste efectivo de la deuda es el siguiente:

$$\textbf{\textit{Coste efectivo de la deuda}} = Kd * (1\text{-}t) = 4{,}37\% * (1\text{-}25\%) = 3{,}28\%$$

4.4.4. Cálculo del coste de los recursos propios (*Ke*)

Por coste de capital o coste de los recursos propios se entiende el coste en el que incurre una empresa para financiarse a través de sus propios recursos. Para calcular dicho coste vamos a utilizar el modelo del CAPM (*Capital Asset Prisión Mod*el), puesto que es el más utilizado habitualmente para la valoración mediante descuento de flujos de caja, si bien, es cierto que, existen otros

modelos para el cálculo del coste del capital como el de los tres factores de Eugene Fama y Kenneth French, que tiene en cuenta para la valoración de los activos: i) el de riesgo sistemático o de mercado, ii) el tamaño de la empresa y iii) la relación valor de libros a valor de capitalización.

El modelo CAPM permite predecir el riesgo de un activo, separándolos en:

i) **Riesgo sistemático**: es el riesgo derivado de la incertidumbre económica general, es decir, de aquellas variables exógenas del entorno y que no pueden ser controladas por una compañía.

ii) **Riesgo no sistemático**: hace referencia al riesgo específico de la empresa o del sector económico en el que opera, es decir, el riesgo intrínseco del título en cuestión.

Por tanto, el CAPM permite estimar la rentabilidad esperada teniendo en cuenta únicamente el riesgo sistemático.

Este modelo establece que el coste del capital es igual a la suma de la rentabilidad que se exige a un activo libre de riesgo (que, en un escenario de normalidad, son los activos de deuda pública) y la prima de riesgo asociada al mercado en el que cotiza el activo, multiplicada por un factor denominado beta que indica la sensibilidad de dicho activo al riesgo no diversificable del mercado.

La fórmula para obtener dicho coste es la siguiente:

$$Ke = Rf + (Rm - Rf)\ \beta i$$

Donde:

- ***Rf***: rendimiento de un activo libre de riesgo
- ***Rm***: es la rentabilidad esperada del mercado
- ***Rm – Rf***: es la prima de riesgo del mercado
- ***βi***: es el coeficiente de volatilidad

Cálculo de la rentabilidad libre de riesgo (Rf)

Podemos definir la rentabilidad libre de riesgo como aquella que asume que existe la posibilidad de llevar a cabo una inversión en un activo que no supone ningún tipo de riesgo de impago para el inversor. Si bien es cierto que muchos inversores han asegurado que realmente ningún activo está libre de riesgo en su totalidad.

La determinación del activo libre de riesgo es una cuestión sobre la que podemos encontrar una gran disparidad de opiniones al respecto. Sin embargo, este término de rentabilidad libre de riesgo suele estar asociado con aquellos activos que proceden de las instituciones públicas al ser considerados como los productos financieros más seguros del mercado (Letras del Tesoro o Bonos del Estado) lo que implícitamente lleva aparejado que este tipo de activos ofrezcan una rentabilidad menor en comparación con otros activos "no libres de riesgo".

De manera teórica y académicamente algunos profesores consideran como activo libre de riesgo las Letras del Tesoro, por ejemplo, el profesor Pablo Estévez en sus clases.

Sin embargo, en la práctica no es habitual considerar como activo libre de riesgo las Letras del Tesoro. Algunos autores consideran que a pesar de que las Letras del Tesoro tienen un riesgo de insolvencia mínimo, tienen asociados otros riesgos como la evolución macroeconómica del país o la estabilidad política que haya en el mismo (Fischer Black, Myron Scholes o Michael C. Jensen, 1972).

Por otro lado, el profesor Pablo Fernández indica que[14]: *"la tasa libre de riesgo es, por definición, la que puede conseguirse comprando bonos del estado (sin riesgo) ahora".* Además, califica de error utilizar un promedio histórico de las rentabilidades de los bonos del Estado (Pablo Fernández, 2008).

Una vez atendidos diferentes puntos de vista sobre la determinación del activo libre de riesgo, en nuestro caso, para la valoración de El Corte Inglés vamos a considerar como activo libre de riesgo los bonos del Estado español a 10 años, puesto que, en mi opinión, es uno de los activos más líquidos y que más información nos ofrece a la hora de llevar a cabo una inversión en un

[14] https://finance.blogs.ie.edu/files/2010/05/pablo_fernandez.pdf

determinado país. Además, ya que El Corte Inglés es una compañía que opera en el ámbito nacional, debemos tener en cuenta la curva libre de riesgo española.

Ahora bien, puesto que lo que más incide en el rendimiento de la renta fija es la evolución de los tipos de interés[15], tendríamos que tener en cuenta cual va a ser la evolución prevista sobre los tipos de interés en España durante los próximos años ya que para el descuento de los flujos de caja durante los próximos cinco años vamos a hacer uso de un mismo WACC. De manera que, al haberse mantenido los tipos de interés en niveles mínimos (cercanos al 0%) durante los últimos años y según datos del informe del Fondo Monetario Internacional que apunta que[16]: *"los tipos de interés tardarán en subir en Europa (…) no se encuentran motivos desde el lado de la inflación que justifiquen una subida de los tipos de interés oficiales"*, voy a suponer que no se va a producir una subida de los tipos de interés[17].

Por tanto, bajo la suposición de que la rentabilidad de los bonos en España a 10 años se va a mantener a un nivel constante durante los próximos cinco años voy a utilizar la misma rentabilidad que ofrecen los bonos a 10 años en la actualidad para los cinco periodos posteriores.

En definitiva, podemos concluir que, según datos proporcionados por el Banco de España la rentabilidad de los bonos en España a 10 años se sitúa en[18]:

$$Rf = 1{,}40\,\%$$

Cálculo de la rentabilidad del mercado (Rm) y de la prima de riesgo del mercado (Rm – Rf)

El concepto de prima de riesgo se define como la diferencia entre la rentabilidad del mercado y la tasa libre de riesgo, por lo que la prima de riesgo del mercado recoge el incremento de rentabilidad que un inversor exige por llevar a cabo una inversión en un activo de riesgo medio sobre la rentabilidad que ofrecería un activo considerado como libre de riesgo (Jorge Pardo, 2016).

[15] https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2016/0/15/como-funcionan-bonos
[16] https://www.elconfidencial.com/economia/2018-09-04/por-que-tipos-interes-tardaran-subir-europa-estudio-fmi-inflacion_1611205/
[17] https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/si_1_2.pdf
[18] https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/si_1_2.pdf

En relación con la determinación de la prima de riesgo del mercado, es preciso apuntar que no existe un consenso. Concretamente, existen dos problemas principales: i) la prima de riesgo no es igual para todos los inversores puesto que las expectativas con respecto al riesgo y la rentabilidad de los activos son heterogéneas y ii) se trata de un dato no observable.

Es por ello que, si asumimos que teóricamente todos los inversores tienen unas expectativas del mercado homogéneas, la prima de riesgo sería la misma para todos los inversores. Sin embargo, la realidad no es así puesto que las expectativas sobre los mercados financieros entre unos inversores y otros, claramente, varían.

En este sentido, Pablo Fernández también apunta que[19]: "*parte de la confusión se debe a no distinguir entre las cuatro acepciones de la prima de riesgo del mercado: histórica, esperada, exigida e implícita".*

- **Prima de Riesgo del Mercado Histórica (PRMH)**: hace referencia a la diferencia entre la rentabilidad histórica de la bolsa (de un índice bursátil) y la de la renta fija.
- **Prima de Riesgo del Mercado Esperada (PRME)**: referida a la rentabilidad que se espera que proporcione la bolsa, en los próximos años, por encima de la de la renta fija. En esta línea Pablo Fernández indica que: *"para que todos los inversores tengan la misma PRME, es preciso suponer expectativas homogéneas (o un inversor representativo) y, con el conocimiento actual sobre los mercados financieros esta hipótesis no es razonable"*
- **Prima de Riesgo del Mercado Exigida (PRMX)**: es la rentabilidad adicional que un inversor exige a una inversión (en una cartera diversificada de acciones) por encima de la que ofrecen los bonos del estado. Es la que se debe utilizar para calcular la rentabilidad exigida a las acciones y el WACC.
- **Prima de Riesgo del Mercado Implícita (PRMI)**: es la prima de riesgo del mercado exigida implícita en el precio de una acción o de un índice bursátil.

[19] https://ubr.universia.net/article/viewFile/685/811

Por ello, existen diferentes metodologías que pueden ser empleadas para el cálculo de la prima de riesgo de mercado.

Según una multitud de libros sobre valoración y finanzas publicados entre los años 1979 y 2008 se estima que la prima de riesgo debe oscilar entre el 3% y el 10% (Pablo Fernández, 2009).

También es frecuente realizar encuestas a profesionales del sector y realizar una media de las respuestas obtenidas para determinar la prima de riesgo del mercado exigida mediante un consenso. Una de las encuestas referentes es la que realiza anualmente el profesor del IESE Pablo Fernández.

Sin embargo, algunos autores se han pronunciado sobre los puntos negativos que presenta la realización de encuestas para la determinación del valor de la prima de riesgo. En este sentido, Ilmanen señala que las encuestas tienden a ser optimistas y, por ello, *"los retornos esperados basados en una encuesta pueden decirnos más sobre los retornos deseados que sobre los requeridos"* (Antti Ilmanen, 2003). También, Damodaran indica que *"las primas de riesgo en los estudios académicos indican lo alejados que están la mayoría de académicos del mundo real de las finanzas corporativas y la evaluación, y lo mucho que su propio pensamiento está condicionado por las primas de riesgo históricas. Las que se presentan en las aulas no solamente son mucho más altas que las reales, sino que además contradicen otras investigaciones académicas"* (Damodaran, 2008).

A pesar de las críticas manifestadas por algunos autores a la utilización de las encuestas, voy a utilizar este criterio ya que entiendo que si partimos de la base de que las expectativas sobre los mercados financieros no van a ser homogéneas entre los diferentes inversores y que cada persona puede tener una consideración propia y diferente a los demás acerca de la prima de riesgo de mercado exigida, la realización de una encuesta a diferentes profesionales del sector englobaría de manera razonada la prima de riesgo de referencia que podemos utilizar para llevar a cabo una valoración.

En conclusión, según la encuesta llevada a cabo por Pablo Fernández, Alberto Ortiz e Isabel Fernández Acín en 2016 vamos a utilizar una prima de riesgo del 6.2%.

$$(Rm - Rf) = 6{,}2\,\%$$

De manera que, el rendimiento de mercado que vamos a utilizar es:

$$Rm = 6{,}2\% + 1{,}40\,\% = 7{,}60\,\%$$

Cálculo de la Beta (β)

El factor beta, también conocido como coeficiente de volatilidad hace referencia al riesgo no diversificable, que como ya hemos mencionado en un apartado anterior se refiere al riesgo propio del mercado en el que opere la compañía objeto de la valoración. Por lo tanto, el valor de la beta nos muestra la sensibilidad de la rentabilidad del activo en relación con la rentabilidad del mercado.

Para entender mejor la interpretación de este factor vamos a referirnos a tres supuestos:

- Si la beta de un activo es mayor que uno, nos indica que ese activo tiene mayor riesgo sistemático que el mercado, es decir, que el activo sería más volátil.
- Si la beta de un activo es inferior a uno, nos indica que el activo tiene menor riesgo sistemático que el mercado y que, por tanto, es menos volátil y no se vería tan afectado por la tendencia general del mercado.
- Si la beta de un activo tiene valor uno, estaríamos ante un título neutral, es decir, un título que presenta el mismo comportamiento que el mercado.

En este caso, haciendo una primera introducción a la beta que podría tener una compañía como El Corte Inglés, una empresa madura y muy diversificada y con un componente anticíclico puesto que trabaja con una gran diversidad de productos y marcas, tiene sentido que la beta sea inferior a 1 o, en todo caso, se situé en torno al 1. Lo que nos indica como acabamos de comentar que, El Corte Inglés no se verá tan afectado por los cambios tendenciales que se produzcan en el mercado.

La forma para el cálculo de la beta es:

$$\beta i = \frac{\text{Cov}\,(Ri;\, Rm)}{\text{Var}\,(Rm)}$$

Donde:

- ***βi***: beta o coeficiente de volatilidad que representa el peso que tiene el mercado en el título de la empresa
- ***Cov (Ri; Rm)***: covarianza entre los rendimientos del título y los rendimientos del mercado
- ***Var (Rm)***: varianza de los rendimientos del mercado

En este sentido, existen multitud de dificultades a la hora de calcular el coeficiente beta del modelo CAPM. Algunos autores como Pablo Fernández y José María Carabias se han pronunciado sobre la gravedad que supone utilizar betas calculadas con datos históricos para obtener la rentabilidad exigida de las acciones. En su documento de investigación titulado "El peligro de utilizar Betas Calculadas" concretamente mencionan siete razones por las que dudar de la utilización de cálculos con datos históricos para obtener la beta que se recogen en: "*i) cambian mucho de un día para otro, ii) dependen de qué tipo de índice bursátil se tome como referencia, iii y iv) dependen de que periodo histórico y de qué rentabilidades se usen para su cálculo, v) con mucha frecuencia no sabemos si la beta de una empresa es superior o inferior a la de otra, vi) tienen muy poca relación con la rentabilidad posterior de las acciones y, vii) la correlación de las regresiones que se utilizan para su cálculo son muy pequeñas"* [20] (Pablo Fernández y José María Carabias, 2007).

Por otro lado, algunos autores expertos en la materia como Damodaran señalan que las betas de las empresas oscilan mucho y recomienda, por tanto, el uso de la beta calculada de un sector ya que reconoce que estas oscilan en menor medida.

[20] https://core.ac.uk/download/pdf/6536319.pdf

En este caso, nos encontramos con la limitación de que El Corte Inglés es una empresa que no cotiza en bolsa por lo que no tenemos información sobre los rendimientos del mercado de esta Compañía.

Por lo que para realizar el cálculo de la beta deberíamos seleccionar aquellas empresas que sean buenos comparables con El Corte Inglés y que sí coticen en bolsa y aplicar esta fórmula para cada una de ellas. Finalmente, con los resultados obtenidos para cada una de las empresas comparables se calcularía una media y obtendríamos la beta de El Corte Inglés.

Sin embargo, debido a las limitaciones que tenemos en relación con esta información y a la complejidad de este cálculo, que no es el objeto principal del presente trabajo, voy a considerar la beta según la propuesta por Damodaran para el sector de distribución que establece ésta en un coeficiente del 0.82 ya que me parece razonable como he comentado anteriormente vistas las características de la empresa objeto de nuestra valoración.

$$\beta i = 0{,}82$$

Una vez determinado el cálculo de todos los componentes de *Ke*, obtenemos un valor de:

$$\boldsymbol{Ke} = Rf + (Rm - Rf)\ \beta i = 1{,}40 + (7{,}60 - 1{,}40) * 0{,}82 = \mathbf{6{,}23\%}$$

4.4.5. Proporción Recursos propios – Deuda

Para el cálculo de la proporción de los recursos propios – deuda lo más correcto sería utilizar los valores de mercado tanto de la deuda financiera como del *equity*. Sin embargo, teniendo en cuenta que, El Corte Inglés es una empresa que no cotiza en bolsa y, por tanto, no disponemos de dicha información vamos a hacer uso de los valores contables tanto de los de los recursos propios como de la deuda financiera a 28 de febrero de 2018.

	VALOR (miles de €)	PROPORCIÓN
Recursos Propios	8.498.059	66%
Deuda Financiera	4.353.441	34%
Total	12.851.500	*100%*

Tabla 3 - Proporción recursos propios y deuda financiera

Fuente: Cuentas anuales de El Corte Inglés

4.4.5. Cálculo del WACC

Tras la obtención de todas los variables necesarias para el cálculo del WACC, vamos a determinar cual es la tasa de descuento que vamos a considerar en el presente trabajo para descontar los flujos de caja libre, con la finalidad de obtener el valor final de El Corte Inglés.

Componentes del WACC	
Kd	**3,28%**
Ke	**6,23%**
% Recursos Propios	**66%**
% Deuda Financiera	**34%**
Impuestos	**25%**

Tabla 4 – Componentes del WACC

Fuente: Cuentas anuales de El Corte Inglés y elaboración propia

Tras la obtención de todos los componentes necesarios para poder realizar el cálculo del WACC, vamos a determinar la tasa de descuento que vamos a utilizar para descontar los flujos de caja libre de El Corte Inglés con el objetivo de calcular el valor de la Compañía.

$$\textbf{WACC} = 3{,}28\% \times (1\text{-}25\%) \times 34\% + 6{,}23\% \times 66\% = \mathbf{4{,}94\%}$$

4.5. CÁLCULO DEL VALOR RESIDUAL

Como hemos comentado anteriormente para para poder realizar la correcta valoración de una empresa por el método de DFC es necesario determinar el periodo de proyección, es decir, el número de años sobre los que vamos a proyectar los flujos de caja futuros. Así, en el presente análisis hemos decidido utilizar un periodo de 5 años. Sin embargo, si solo considerásemos estos 5 años, a efectos de nuestra valoración, no estaríamos teniendo en cuenta la continuidad del negocio de El Corte Inglés a futuro. Por ello, sería erróneo calcular este método de valoración sin tener en cuenta que la compañía lleva 75 años operando en el mercado y que se encuentra en una fase de madurez y estabilidad por la que se presume la continuidad de su negocio en el largo plazo.

En consecuencia, ya que suponemos que la actividad que lleva a cabo El Corte Inglés continuará más allá de los 5 años proyectados en nuestra valoración además de determinar los flujos de caja libres durante esos años debemos determinar un valor que represente los flujos de caja de forma infinita.

De manera que, debemos calcular el Valor Residual (en adelante VR) o, también denominado valor terminal que es aquel que comprende el valor del negocio más allá del periodo proyectado.

No obstante, cabe precisar que, cuanto más alejado se sitúe en el tiempo el final del horizonte de previsión, menor importancia tendrá en términos actuales el valor residual considerado (Pérez de Mendoza, 2008).

Para el calculo del valor residual existen diferentes alternativas, algunos autores como Damodaran proponen calcular el valor residual por múltiplos. Concretamente, a través de los dos múltiplos del valor total de la empresa más utilizados a nivel práctico: i) el múltiplo EV/S, Valor total de la empresa - Ventas y, ii) el múltiplo EV/E, Valor total de la empresa -EBITDA (Damodaran, 2002).

Sin embargo, en nuestro caso, para calcular el valor residual vamos a utilizar el modelo de *Gordon-Saphiro* uno de los métodos más habituales través del cual a partir del último flujo de caja proyectado podemos obtener el valor de los flujos de caja a perpetuidad.

La fórmula para realizar este cálculo es la siguiente:

$$VR = \frac{FCLn * (1 + g)}{WACC - g}$$

Donde:

- ***VR***: valor residual
- ***FCLn***: último flujo de caja estimado
- ***WACC***: coste de capital medio ponderado
- ***g***: tasa de crecimiento a perpetuidad

Dentro de este cálculo tiene especial importancia la determinación de la variable "g" puesto que es el elemento más sensible y que mayor grado de dificultad comporta. Al ser "g" una tasa de crecimiento a perpetuidad parece razonable pensar que esta tasa de crecimiento debe ser consistente con el crecimiento a largo plazo de la economía española, país donde opera El Corte Inglés puesto que estamos ante una compañía que se encuentra en una fase de madurez y estabilidad y en la que la actividad principal de su negocio está consolidada. En este sentido, lo más razonable sería utilizar una tasa de crecimiento en línea con el crecimiento del PIB en España.

De otro modo, si la tasa de crecimiento a perpetuidad fuese mayor que la tasa media de crecimiento en España estaríamos diciendo que el valor de El Corte Inglés a largo plazo sería superior al valor del país, lo que no resulta razonable.

Por ello, vamos a estimar una tasa de crecimiento de los flujos de caja futuros del 2,6%, que se corresponde con la previsión del crecimiento del PIB en España para el año 2018, de acuerdo con la información proporcionada por el Banco de España.

De manera que, tras haber aplicado la fórmula del modelo de *Gordon-Saphiro* hemos obtenido el siguiente valor residual:

Valor Residual = 15.680.116.000 €

4.6. RESULTADO DE LA VALORACIÓN DE "EL CORTE INGLÉS" POR EL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

Tras haber realizado las proyecciones para el periodo comprendido de 2018 a 2022, hemos obtenidos los siguientes flujos de caja y valor residual de El Corte Inglés:

Datos en miles de euros	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Flujo de caja libre (FCL)	774.006	772.334	769.322	762.779	754.969
Valor residual					15.680.116

Tabla 5 – Flujos de caja libre y valor residual de El Corte Inglés

Fuente: Elaboración propia

Al descontar estos flujos de caja libre a la tasa de descuento calculada anteriormente (WACC) obtenemos un *Enterprise Value* de El Corte Inglés de:

$$EV = \frac{774.006}{(1+0,0494)} + \frac{772.334}{(1+0,0494)^2} + \frac{769.322}{(1+0,0494)^3} + \frac{762.779}{(1+0,0494)^4} + \frac{754.969 + 15.680.116}{(1+0,0494)^5}$$

EV = 15.809.499.000 €

El *Enterprise value* representa el valor total de la Compañía, es decir, el valor de El Corte Inglés atribuible a todos los inversores (acreedores y accionistas).

4.7. ANÁLISIS DE ESCENARIOS DE SENSIBILIDAD DE LA VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

Tras haber aplicado el método de descuento de flujos de caja hemos obtenido una cifra que representa el valor de El Corte Inglés. Sin embargo, el resultado obtenido en dicha valoración no debe ser interpretado de manera aislada, como una cifra exacta y única sobre el valor del Grupo, ya que las proyecciones de los flujos de caja que se han llevado a cabo han sido realizadas basándonos en aquellas hipótesis que hemos entendido más razonables según el

funcionamiento de esta Compañía. De manera que, resulta apropiado realizar escenarios de sensibilidad sobre aquellas variables más críticas a través de las cuales hemos obtenido el valor de la Compañía.

Por ello, vamos a realizar un análisis de sensibilidad a través de las variaciones del WACC y de la variable g.

A continuación, se muestran los resultados obtenidos:

Enterprise Value **de El Corte Inglés (miles de €)**		**WACC**				
		3,94%	4,44%	4,94%	5,44%	5,94%
g	2,20%	19.695.637	17.505.556	15.761.464	14.340.281	**13.160.374**
	2,40%	19.727.227	17.532.924	15.785.481	**14.361.579**	13.179.423
	2,60%	19.758.817	17.560.291	**15.809.499**	14.382.877	13.198.472
	2,80%	19.790.407	**17.587.659**	15.833.516	14.404.175	13.217.521
	3,00%	**19.821.997**	17.615.027	15.857.533	14.425.472	13.236.570

Tabla 6 - Escenarios de sensibilidad

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo con los distintos escenarios contemplados en la **Tabla 6**, el escenario más pesimista se produce cuando el WACC es igual a 5,94% y g (tasa de crecimiento) es igual a 2,2%, obteniendo una valoración de la Compañía de 13.160 millones de euros. Por el contrario, el escenario más optimista se produce cuando el WACC es igual a 3,94% y el valor de g es del 3%. En este caso el valor total del negocio de la empresa sería de 19.822 millones de euros.

No obstante, los escenarios en línea con nuestra valoración son aquellos que vienen sombreados en naranja en la **Tabla 6**. Por ello, el rango de valoración que vamos a considerar va a ser aquel comprendido entre el valor máximo y mínimo de este recuadro puesto que son los valores más próximos a nuestra valoración. De modo que el *Enterprise Value* de El Corte Inglés estaría comprendido entre 14.362 y 17.588 millones de euros.

Rango de valoración = 14.361.579.000 € - 17.587.659.000 €

5. MÉTODO DE VALORACIÓN DE MÚLTIPLOS COMPARABLES

Como ya hemos comentado en el presente trabajo, la valoración de una empresa no es una ciencia exacta y por ello existen distintos métodos de valoración en función de los parámetros que se ponderan con mayor o menor relevancia y, en consecuencia, es frecuente complementar unos métodos con otros.

En este apartado vamos a realizar la valoración de El Corte Inglés mediante la aplicando del método de múltiplos comparables.

Este método consiste en determinar el valor de una empresa a través de la comparación de esta con determinadas variables de otras empresas de las cuales, si se conoce su valor bien porque estas empresa coticen en bolsa o porque hayan sido disueltas y liquidadas recientemente (Montserrat et al, 2009).

En este sentido, una de las tareas más importantes a la hora de aplicar este método de valoración consiste en la adecuada selección del grupo de comparables que vamos a emplear. Por ello, tiene especial relevancia que las empresas que se comparen guarden similitudes entre sí, ya sea en relación con el sector en el que operan, su volumen de facturación, su tamaño, o su nivel de riesgo, entre otros.

Para la realización de este método se siguen los siguientes pasos (Estévez, 2015):

1. Establecer el Grupo de Comparables (*Peer Group*), compuesto por las empresas pertenecientes al mismo sector, con un tamaño o nivel de riesgo similar, entre otros criterios.
2. Seleccionar los ratios adecuados.
3. Calcular los ratios seleccionados para cada empresa del Grupo de Comparables y determinar la media entre ambos.
4. Calcular del valor de la empresa objeto del análisis mediante la multiplicación de la media obtenida del ratio de todas las empresas del Grupo de Comparables y del valor del denominador del ratio correspondiente a la empresa objeto de la valoración.

Por último, este método presenta tanto ventajas como algunos inconvenientes.

Dentro de las ventajas podemos señalar que este método asume que el mercado proporciona toda la información disponible a los inversores y analistas reflejando las proyecciones de futuro y las expectativas y riesgos de la compañía. Además, este método es muy útil si previamente se ha realizado la valoración mediante el descuento de flujos de caja ya que permite comparar los resultados obtenidos entre ambos métodos (Fernández, 2008).

Sin embargo, como principal inconveniente se encuentra la dificultad, como ya hemos comentado, para establecer cuáles van a ser las empresas que vamos a seleccionar para realizar la comparación. Si bien, existen diferencias en la legislación contable de los distintos países donde pueden estar ubicadas las empresas a comparar, que también dificulta la valoración mediante este método. Además, podemos encontrarnos con información que haya sido manipulada y, por ello, no resulte fiable (Fernández, 2008).

5.1. SELECCIÓN DEL GRUPO DE COMPARABLES

Dadas las características de El Corte Inglés, Compañía con multitud de líneas de negocio y que, por tanto, opera en diferentes sectores lo más correcto sería buscar empresas comparables en función de cada una de sus líneas de negocio.

Sin embargo, dadas las limitaciones de información que tenemos y la mayor complejidad que esto supone, que no constituye el objetivo principal del presente trabajo, para la selección del grupo de comparables he escogido aquellas compañías de grandes almacenes, puesto que el mayor volumen de ingresos de El Corte Inglés proviene de su formato de grandes almacenes. Dado que en España no existe ningún centro de grandes almacenes de similares características a El Corte Inglés, he buscado un grupo de comparables de empresas situadas fuera de España.

Para tratar de que el Grupo Comparables sea lo más homogéneo posible entre sí, he tenido en cuenta los siguientes factores:

- Segmento de mercado
- Fase de ciclo
- Modelo de negocio similar

- Estructura organizacional y de costes
- Tamaño medido en ventas
- Expectativas de crecimiento

De manera que, el Grupo de Comparables seleccionado está compuesto por las siguientes empresas:

- **Macy´s**: cadena de grandes almacenes fundada en 1829 con sede en Estados Unidos. Dentro de la gama de productos que comercializa en sus centros se encuentra una gran variedad que va desde prendas de vestir, calzado, ropa de cama, muebles, joyas, hasta productos de belleza y del hogar. Su modelo de negocio presenta similitudes con el modelo de negocio de El Corte Inglés, puesto que Macy's también sigue una estrategia de ventas omnicanal en la que el cliente es el foco principal. Actualmente, tiene presencia en la mayoría de los estados de Estados Unidos y, además, la compra online de productos de Macy's está también disponible en 34 países de América, 36 de Europa, 19 de Asia Pacífico, entre otros territorios[21]. En el ejercicio 2017 Macy's acumuló unas ventas por valor de 21.985 millones, que posicionaron a la compañía en el primer puesto del Ranking Mundial de grandes almacenes.
- **Nordstrom**: cadena de grandes almacenes con sede en Estados Unidos, fundada en 1901. Dentro de la gama de productos que se venden en sus centros se encuentran: accesorios, bolsos, joyas, cosméticos, fragancias, y, en algunos lugares, muebles para el hogar. Su modelo de negocio también guarda similitud con el de El Corte Inglés puesto que está enfocado a: "*vivir una experiencia de compra donde el cliente no deje de ser el centro de la cadena de valor*". En el ejercicio 2017, Nordstrom se posicionó como la quinta compañía de grandes almacenes por nivel de ventas, alcanzando estas un valor de 13.399 millones[22].
- **Kohl´s**: compañía estadounidense de grandes almacenes, que abrió su primer establecimiento en 1962. En el año 2017 la compañía alcanzó la

[21] https://www.peru-retail.com/macys-empezo-a-vender-en-espana/
[22] https://okdiario.com/economia/empresas/2018/07/28/corte-ingles-pelea-segundo-puesto-mundial-ventas-detras-estadounidenses-macys-kohls-2801078

tercera posición en el Ranking Mundial por nivel de ventas, con un valor de 16.903 millones de euros[23]. Su estrategia se enfoca en: *"ceder espacio a los comercios minoristas, abrir tiendas más pequeñas, traer nuevas marcas y buscar alianzas con Amazon"* buscando así impulsar su canal de ventas online.

- **Marks & Spenser Group (M&S)**: fundada en 1884, Mark & Spenser es una cadena de grandes almacenes británica especializada en la venta de ropa, equipamiento para el hogar y productos de gran consumo (alimentación, limpieza e higiene). No solo tiene presencia en el Reino Unido, sino que también está presente en países como Turquía, Grecia, Francia, Polonia, Irlanda, Rusia, Hungría y España, entre otros. La compañía se sitúa en segunda posición por debajo de El Corte Inglés en el Ranking Europeo de grandes almacenes con un volumen de facturación que ascendió a 12.203 millones de euros en el año 2017[24]. En cuanto a su estrategia a futuro se encuentran la remodelación y optimización de su parque de tiendas con el objetivo de conseguir un tercio de las ventas a través de Internet en los próximos años y, de esta manera apoyar sus planes de crecimiento online. Esta compañía al igual que El Corte Inglés "*lucha contra el creciente fenómeno del comercio electrónico*"[25] que en el Reino Unido actualmente supone una cuota del 17,4% del total de las ventas.

En relación con el número de empresas incluidas en el grupo de comparables no hay una respuesta exacta, pues dependerá tanto del sector que estemos analizando como de la información disponible a la que tengamos acceso. Por ello, en el presente trabajo he considerado que la selección de estas cuatro compañías es un número adecuado tras haber teniendo en cuenta en un primer momento ocho empresas de "similares" características y haber ido acotando este análisis en función de los aspectos a comparar que he considerado más significativos y más estrechamente relacionados con El Corte Inglés.

[23] https://okdiario.com/economia/empresas/2018/07/28/corte-ingles-pelea-segundo-puesto-mundial-ventas-detras-estadounidenses-macys-kohls-2801078
[24] https://okdiario.com/economia/empresas/2018/07/28/corte-ingles-pelea-segundo-puesto-mundial-ventas-detras-estadounidenses-macys-kohls-2801078
[25] https://elpais.com/economia/2018/05/22/actualidad/1526981889_774490.html

5.2. SELECIÓN DE LOS MÚLTIPLOS DE EMPRESAS COMPARABLES

5.2.1 PER

$$\text{PER} = \frac{\text{Precio de cotización de la acción}}{\text{Beneficio Neto por Acción}}$$

El PER es un ratio que relaciona el precio de la acción de una empresa con los beneficios que esta misma genera. Expresa, por tanto, la relación entre el precio de la acción de una empresa cotizada con el valor de las ganancias por acción (Charles H. Gibson, 2011). En este sentido, este múltiplo representa una medida de calidad de los inversores sobre los beneficios de una determinada compañía.

Cuando una empresa tiene un PER elevado (por encima de 17) se considera que sus acciones están sobrevaloradas en el mercado. Por el contrario, si el PER es bajo (entre 0 y 10) nos indica que las acciones están infravaloradas.

Este ratio es uno de los más utilizados en el mundo financiero para valorar empresas por la facilidad de obtener las estimaciones de PER futuros. Sin embargo, dos de los principales inconvenientes que presenta son: i) que tiene en cuenta el beneficio neto que engloba las políticas contables de la compañía y, en consecuencia, puede dar lugar a resultados distorsionados debido a las diferentes políticas contables de los distintos países en los que operan las empresas que forman el Grupo de Comparables y ii) que los resultados obtenidos por el PER se ven influenciados por los diferentes niveles de apalancamiento que tengan las empresas comparables, lo que también puede dar lugar a resultados distorsionados (Cristina Badenes y José Mª Santos, 1999).

En la siguiente tabla se muestra el PER del Grupo de Comparables de El Corte Inglés en el periodo comprendido de 2016 a 2020e:

PER	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Macy's	12,5	14,8	8,22	7,48	8,00
Nordstrom	15,6	-	15,62	13,1	12,3
Kohl's	14,4	11,5	12,32	-	11,3
M&S	16,4	-	9,36	12,4	11,00
Media de Comparables	**14,7**	**13,2**	**11,4**	**11,0**	**10,7**

Tabla 7 - Cálculo de la media del PER del Grupo de Comparables de El Corte Inglés

Fuente: Bloomberg

Múltiplo PER del Grupo de Comparables	2018e	2019e	2020e
	11,4	11,0	10,7
Beneficio Neto de El Corte Inglés	267.213	289.668	310.842
Valor de El Corte Inglés	**3.040.889**	**3.184.417**	**3.310.472**

Tabla 8 - Valoración de El Corte Inglés mediante el múltiplo PER

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Tras la valoración llevada a cabo por el método de comparables con el múltiplo del PER hemos obtenido un resultado muy por debajo del valor obtenido mediante el método de Descuento de Flujos de Caja.

Esto se debe a que El Corte Inglés es una compañía que actualmente, como ya hemos comentado anteriormente, no tienen ninguna otra empresa de referencia en el mercado con la que se le pueda comparar, puesto que sus singulares características dificultan esta tarea.

Por esta razón entiendo que el cálculo del valor de El Corte Inglés por este método no es significativo ya que, a pesar de haber seleccionado las empresas más adecuadas para compararlas con el formato de grandes almacenes de El Corte Inglés, los resultados se han visto distorsionados y, por tanto, no reflejan el verdadero valor de la Compañía.

Entre los motivos por los que esta valoración se ha visto distorsionada podemos señalar los siguientes:

- Nivel de endeudamiento de El Corte Inglés respecto de sus comparables, puesto que si El Corte Inglés tiene un nivel menor de deuda que las empresas que forman parte del Grupo de Comparables se obtendría un

menor valor del capital. En este sentido, algunos autores consideran que sería necesario añadir una prima al valor que se haya obtenido con el cálculo del múltiplo del PER. "*Esta prima se justifica porque la empresa objeto tendría un menor riesgo, una menor tasa de descuento y, por consiguiente,* ***un mayor valor****"* (Cristina Badenes y José Mª Santos).

En este caso ante la falta de información sobre el nivel de endeudamiento de las empresas comparables en relación con el nivel de endeudamiento de El Corte Inglés no podemos estimar una prima al cálculo del múltiplo de PER.

- Al encontrarse las empresas comparables en países diferentes (Estados Unidos y Reino Unido) los resultados del PER pueden verse distorsionados por la disparidad de las políticas contables entre países.

Además, es importante tener en cuenta que El Corte Inglés es una empresa con un elevado patrimonio inmobiliario y éste constituye la mayor parte de su valor. Sin embargo, a los efectos de este múltiplo no se tiene en cuenta por lo que este hecho también contribuye a la distorsión de los resultados.

5.2.2. EV/EVITDA

El ratio EV/EBITDA (*Enterprise Value/EBITDA*) nos muestra el valor de una empresa sobre los recursos que genera dicha compañía. Si bien, se tienen en cuenta variables que no comprenden la estructura financiera de la empresa en cuestión, excluyéndose tanto los intereses como los impuestos. De manera que, este ratio lo que nos muestra es el mayor o menor valor que incorpora la empresa directamente relacionado con los recursos que esta misma genera.

La fórmula de su cálculo es la que se muestra a continuación:

$$\mathbf{EV/EBITDA} = \frac{(\text{Capitalización bursátil} + \text{Deuda Neta})}{\text{EBITDA}}$$

Este ratio se diferencia del PER, comentado anteriormente, en que mide el inverso de la rentabilidad de todo el capital invertido, sin embargo, el PER mide únicamente el inverso de la rentabilidad del capital aportado por los accionistas.

En nuestro caso, para la valoración por el método de comparables, considero que la utilización de este ratio es apropiada en la medida en que las diferencias en relación con las distintas políticas contables de estas empresas no tienen efecto en el ratio EV/EBITDA. Por ello, este ratio es muy utilizado cuando se comparan empresas que se encuentran en distintos países.

A continuación, se muestra el valor del ratio EV/EBITDA del Grupo de Comparables de El Corte Inglés:

EV/EBITDA	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Macy's	6,12	6,08	4,37	4,46	4,69
Nordstrom	6,40	6,39	6,13	5,58	5,32
Kohl's	5,72	4,94	5,85	5,31	5,09
M&S	7,21	8,33	7,75	4,93	4,90
Media de Comparables	**6,4**	**6,4**	**6,0**	**5,1**	**5,0**

Tabla 9 - Cálculo de la media del del ratio EV/EBITDA del Grupo de Comparables de El Corte Inglés

Fuente: Bloomberg

Múltiplo EV/EBITDA del Grupo de Comparables	2016	2017	2018e	2019e	2020e
	6,4	6,4	6,0	5,1	5,0
EBITDA de El Corte Inglés	851.803	1.053.692	1.081.088	1.104.872	1.138.018
Valor de El Corte Inglés	**5.419.597**	**6.780.508**	**6.513.555**	**5.601.701**	**5.690.090**

Tabla 10 - Valoración de El Corte Inglés a través del múltiplo EV/EBITDA del grupo de comparables

Fuente: Cuentas Anuales de El Corte Inglés y elaboración propia

Tras la aplicación de la valoración por el múltiplo EV/EBITDA obtenido de la media de las empresas que hemos seleccionado como comparables de El Corte Inglés, se ha obtenido un valor total de El Corte Inglés de **6.781 millones de euros** para el año 2017. Como podemos comprobar esta cifra también se encuentra muy por debajo del valor de la empresa obtenido mediante el método

de Descuento de Flujos de Caja que establecía el valor de la Compañía (*Enterprise Value*) en 15.809 millones de euros. Así mismo, también se encuentra por debajo del valor mínimo (14.362 millones de euros) del rango de valoración que hemos determinado aplicando distintos escenarios de sensibilidad sobre este método.

Al igual que hemos comentado anteriormente en el apartado referido al PER esta gran diferencia, entre la valoración de El Corte Inglés por los diferentes métodos que hemos aplicado, se debe principalmente a la singularidad de esta Compañía, que no cuenta con ninguna empresa, ni a nivel nacional ni a nivel internacional que pueda ser comparada directamente con ella.

6. CONCLUSIONES

Tras la realización de este trabajo he llegado a las siguientes conclusiones que enumero a continuación:

Primera. Valorar un negocio en funcionamiento es una tarea complicada, puesto que se trata de valorar unas posibilidades de rentas futuras, es decir, algo que es incierto y variable y, que además está condicionado por una multitud de factores cuya influencia es difícil de valorar a priori.

Segunda. El valor de la empresa es una variable subjetiva que puede ser expresada de diversas maneras.

Tercera. La valoración de una empresa no consiste en la simple aplicación de una fórmula o un método, sino que constituye un proceso más complejo, en el que intervienen un conjunto de factores tanto externos como internos de la compañía objeto de valoración. Por ello, resulta especialmente relevante el conocimiento de la empresa a valorar y cómo esta crea riqueza para sus accionistas.

Cuarta. La combinación de ambos métodos de valoración analizados (Descuento de Flujos de Caja y múltiplos comparables) nos permite alcanzar resultados más satisfactorios que la aplicación aislada de cada uno de ellos.

Quinta. Los resultados que se obtienen cuando se aplica el método del Descuento de Flujos de Caja dependen totalmente de las hipótesis que se hayan estimado para los años futuros, por lo que implica hacer muchas suposiciones, sin embargo, el método de múltiplos comparables no requiere realizar tantos supuestos.

Sexta. La valoración de una empresa debe tomarse como un valor orientativo y de referencia, pero en ningún caso debe tomarse como un valor absoluto. Por ello, los resultados de cualquier método de valoración que realicemos para obtener el valor de una empresa deben proporcionarnos un rango de valores entre los cuales oscilará el precio en el mercado de la empresa en cuestión.

7. ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 – Cálculo de la deuda financiera de El Corte Inglés en los años 2016 y 2017……22

Tabla 2 -– Cálculo del coste de la deuda……..……23

Tabla 3 – Proporción recursos propios y deuda financiera……..….32

Tabla 4 – Componentes del WACC……...…32

Tabla 5 – Flujos de caja libre y valor residual de El Corte Inglés……..…...35

Tabla 6 – Escenarios de sensibilidad……..…..36

Tabla 7 – Cálculo de la media del PER del grupo de comparables de El Corte Inglés…….……42

Tabla 8 - Valoración de El Corte Inglés mediante el múltiplo PER……..…...42

Tabla 9 - Cálculo de la media del del ratio EV/EBITDA del Grupo de Comparables de El Corte Inglés……..….44

Tabla 10 - Valoración de El Corte Inglés a través del múltiplo EV/EBITDA del grupo de

Comparables…….44

Tabla 11 – Evolución y proyección de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada de El Corte Inglés……..……54

Tabla 12 – Evolución y proyección del Activo del Balance de Situación Consolidado de El Corte Inglés……..55

Tabla 13 – Evolución y proyección del Pasivo y Patrimonio Neto del Balance de Situación Consolidado de El Corte Inglés…….56

8. ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolución histórica y prevista de la tasa de crecimiento del PIB en España……..……..…...11

Gráfico 2 - Variación anual del consumo privado en España de 2014 a 2021……..…….12

9. BIBLIOGRAFÍA

- Alcover Santiago (2019) “Metodología del descuento de flujos de caja (DCF). Aplicación a una empresa de distribución minorista” [en línea] Disponible en: <https://accid.org/wpcontent/uploads/2018/10/Metodologia_del_descuento_de_flujos_de_caja_DCF_._Aplicacion_a_una_empresa_de_distribucion_minorista._Santi_Alcover.pdf> [Consulta 15 de diciembre de 2018]
- Banco de España (2018) Proyecciones macroeconómicas de la economía española. [en línea] Disponible en: <https://www.bde.es/bde/es/areas/analisis-economi/analisis-economi/proyecciones-mac/Proyecciones_macroeconomicas.html> [Consulta 5 de diciembre de 2019]
- Banco de España (2019) Indicadores financieros. Series diarias [en l.ínea] Disponible en: <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/si_1_2.pdf> [Consulta 2 de enero de 2019]
- Black, F., Jensen, M. y Scholes, M. (1972). Studies in the Theory of Capital Markets. [en línea] Disponible en: < http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.665.9887&rep=rep1&type=pdf> [consulta 8 diciembre 2018]
- Blanco Pascual, Luis (2010) “Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: enfoque dinámico basado en el historial de ratios, sus tasas de variación y la evolución de la cifra de negocios”, Tesis Doctoral.
- Bloomberg.
- Camarero Aguilera, S (2018). Análisis y valoración de empresas. Apuntes de la asignatura Trabajo de fin de grado ADE. Documento inédito. Madrid: Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF).
- Charles H. Gibson (2011). Financial Statement Analysis.
- Cinco Días (2018) “Los riesgos de El Corte Inglés: desde Cataluña a la guerra de precios” [en línea] Disponible en:

<https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/09/25/companias/1537893837_834928.html> [Consulta 25 de octubre de 2018]

- CNMC (2018). Facturación del comercio electrónico en España [en línea] Disponible en: <https://www.cnmc.es/sites/default/files/editor_contenidos/Notas%20de%20prensa/2018/20180105_NP_CE_II_17-.pdf> [Consulta 15 de noviembre de 2018]
- Cristina Badenes y José Mª Santos, (1999). Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables.
- Damodaran Online. [en línea] Disponible en:< http://people.stern.nyu.edu/adamodar/> [Consulta 23 y 24 de noviembre y 10, 11 y 12 de diciembre de 2018]
- Damodaran Aswath (n.d.). Estimating Cash flows. [en línea] Disponible en:<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/cashflows.pdf> [consulta 28 de noviembre 2018]
- Damodaran Aswath (2018). "*Capital Expenditures by sector*" [en línea] Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/capex.html> [consulta 29 de noviembre 2018]
- Datosmacro.com (2018) Evolución histórica del PIB en España [en línea] Disponible en: <https://datosmacro.expansion.com/pib/espana> [Consulta 7 de noviembre de 2018]
- EAE Business School (2018) Informe "Situación y perspectivas del comercio electrónico minorista" [en línea] Disponible en: <http://marketing.eae.es/prensa/SRC_ComercioElectronico.pdf> [Consulta 18 de noviembre de 2018]
- Europa Press (2018) "El Corte Inglés, líder europeo de grandes almacenes en 2017 y tercero a nivel mundial" [en línea] Disponible en: <https://www.europapress.es/economia/noticia-corte-ingles-lider-europeo-grandes-almacenes-2017-tercero-nivel-mundial-20180725165339.html> [Consulta 15 de octubre de 2018]

- El Economista (2018) “El Corte Inglés firma una alianza global con la china Alibaba para crecer online” [en línea] Disponible en: <https://www.eleconomista.es/empresasfinanzas/noticias/9551751/11/18/El-Corte-Ingles-firma-una-alianza-global-para-Alibaba-para-crecer-online.html> [Consulta 1 de diciembre de 2018]
- El País (2018). “El comercio electrónico se dispara un 23.4%” [en línea] Disponible en: <https://elpais.com/economia/2018/01/05/actualidad/1515159002_890578.html> [Consulta 15 de noviembre de 2018]
- Espacio Mex (2018) “El Corte Inglés sella una alianza con el grupo mexicano Soriana”. [en línea] Disponible en: <https://espaciomex.com/economia-y-empresas/el-corte-ingles-sella-una-alianza-con-el-grupo-mexicano-soriana/> [Consulta 15 de diciembre de 2018]
- Fernández, Pablo, Ortiz, Alberto y F. Acín, Isabel (2016). Market Risk Premium used in 71 countries in 2016: a survey with 6,932 answers. [en línea] Disponible en: <file:///C:/Users/Roc%C3%ADo%20Aznar/Downloads/MRP2016_Fernandez20170213193256%20(1).pdf> [consulta 25 de noviembre 2018]
- Fernández Pablo y Carabias José María (2007) El peligro de utilizar betas calculadas. [en línea] Disponible en: <https://core.ac.uk/download/pdf/6536319.pdf> [Consulta el 25 de noviembre de 2018]
- Fernández, Pablo (2008): “Valoración de empresas y sentido común”, IESE Business School.
- Fernández, Pablo (2008). 160 preguntas sobre finanzas, IESE Business School. [en línea] Disponible en: <https://www.researchgate.net/publication/23978184_160_preguntas_sobre_finanzas> [Consulta el 10 de diciembre de 2018]
- García Estévez, Pablo. (2010). El Coste Medio Ponderado del Capital. (WACC). [en línea] Disponible en:

<http://docshare01.docshare.tips/files/12111/121115217.pdf> [consulta 29 noviembre 2018]

- García Estévez, Pablo (2015). Apuntes de la asignatura Valoración de Activos y Análisis de Inversiones. Documento inédito. Madrid: Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF).
- García Estévez, Pablo (n.d.). Valoración y análisis sectorial. [en línea] Disponible en:<http://docplayer.es/8579906-Valoracion-y-analisis-sectorial-pablo-garciaestevez.html> [consulta 18 de diciembre de 2018].
- Javier Romera (2018) "El Corte Inglés crece en el exterior con Sfera y desembarca en Polonia". El economista. [en línea] Disponible en: <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/8929464/02/18/El-Corte-Ingles-crece-en-el-exterior-con-Sfera-y-desembarca-en-Polonia.html> [Consulta 20 octubre de 2018]
- Mascareñas Juan (2005). Fusiones y adquisiciones de empresas. Editorial MCGRAW-HILL S.A. (4ª ED.)
- Mejía M.,Felipe (2018) ¿Cómo proyectar el Capex en valoración o proyectos? [en línea] Disponible en: <https://www.linkedin.com/pulse/c%C3%B3mo-proyectar-el-capex-en-valoraci%C3%B3n-o-proyectos-felipe-mejia-m-/> [Consulta 25 de noviembre de 2018]
- Montserrat, Casanovas, R. (2009). Valoración de Empresas: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas. Profit Editorial.
- Morales, J. and Martínez, J. (2006). Análisis y valoración sectorial. Editorial Planeta S. A.
- Pérez de Mendoza Charro de Murga, Fernando (2008) Dirección financiera: arquitectura financiera, análisis económico, financiero y bursátil, optimización de inversiones, mercados financieros internacionales, ingeniería financiera. Civitas. Madrid.
- R.P. (2018) La matriz de Viajes El Corte Inglés aspira a hacer "grandes inversiones". Preferente.com. [en línea] Disponible en: <https://www.preferente.com/noticias-de-agencias-de-viajes/la-matriz-de-

viajes-el-corte-ingles-aspira-a-hacer-grandes-inversiones-275499.html> [Consulta 20 de octubre de 2018]

- Statista.com (2018) Evolución de la variación anual del consumo privado en España de 2010 a 2021. [en línea] Disponible en: <https://es.statista.com/estadisticas/643816/proyeccion-de-la-variacion-del-consumo-privado-espana/> [Consulta 15 de noviembre de 2018]
- Vaquero Lafuente, M.E. (2009). Principios básicos de Dirección Financiera. Compañía Española de reprografía y servicios, S.A.
- Web Corporativa de El Corte Inglés "Un paseo por el tiempo" [en línea] Disponible en: <https://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/es/quienes-somos/historia-del-grupo/un-paseo-por-el-tiempo/> [Consulta: 10 de octubre de 2018]
- Web corporativa de El Corte Inglés (2018) "El Grupo El Corte Inglés eleva sus ventas hasta los 15.505 millones con un aumento del Ebitda del 7,5%" [en línea] Disponible en: <https://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/es/comunicacion/notas-de-prensa/el-grupo-el-corte-ingles-eleva-sus-ventas-hasta-los-15505-millones-con-un-aumento-del-ebitda-del-75.html> [Consulta 15 de octubre de 2018]

10. ANEXOS

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA (miles de euros)	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR	2018e	2019e	2020	2021e	2022e
Ingresos operativos	14.221.163	14.592.029	15.219.842	15.504.573	15.934.813	2,9%	16.349.118	16.708.799	17.042.975	17.332.705	17.627.361
Ventas	11.366.688	11.637.884	12.153.240	12.415.808	12.714.128	2,8%	13.044.695	13.331.679	13.598.312	13.829.484	14.064.585
Prestacion de servicios	2.854.475	2.954.145	3.066.602	3.088.765	3.220.685	3,1%	3.304.423	3.377.120	3.444.663	3.503.222	3.562.777
Gastos operativos (Aprovisionamientos)	-9.727.075	-10.062.953	-10.606.401	-11.000.011	-11.249.548	3,7%	-11.542.036	-11.795.961	-12.031.880	-12.236.422	-12.444.441
MARGEN BRUTO	**4.494.088**	**4.529.076**	**4.613.441**	**4.504.562**	**4.685.265**	1,0%	**4.807.082**	**4.912.838**	**5.011.094**	**5.096.283**	**5.182.920**
Gastos de personal	-2.567.543	-2.556.065	-2.607.906	-2.733.246	-2.623.714	0,5%	-2.691.931	-2.751.153	-2.806.176	-2.853.881	-2.902.397
Otros gastos de explotación	-1.205.010	-1.146.618	-1.093.029	-1.001.678	-1.043.955	-3,5%	-1.071.098	-1.094.662	-1.116.555	-1.135.537	-1.154.841
EBITDA	**721.535**	**826.393**	**912.506**	**769.638**	**1.017.596**	9,0%	**1.044.053**	**1.067.023**	**1.088.363**	**1.106.865**	**1.125.682**
Amortización del inmovilizado	-542.926	-516.612	-522.389	-519.153	-510.408	-1,5%	-502.752	-495.211	-487.782	-480.466	-473.259
Excesos de provisiones y deterioros	7.573	-14.073	-90.986	6.968	-95.504						
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (EBIT)	**186.182**	**295.708**	**299.131**	**257.453**	**411.684**		**541.302**	**571.812**	**600.581**	**626.400**	**652.423**
Ingresos financieros	29.503	32.240	11.309	10.614	9.968	-6,1%	9.360	8.789	8.253	7.749	7.277
Gastos financieros	-303.914	-341.924	-268.804	-203.763	-192.205	-10,8%	-192.205	-192.205	-192.205	-192.205	-192.205
Variación de valor razonable en instrumentos financieros	12.723	5.489	-10.358	33.991	10.609		0	0	0	0	0
Diferencias de cambio	430	3.182	17.045	839	-5.795		0	0	0	0	0
Deterioro y resultados por enajenacion de instrumentos financie	92.570	-4.334	-2.246	22.621	-3.852						
RESULTADO FINANCIERO	**-168.688**	**-305.347**	**-253.054**	**-135.698**	**-181.275**	1,8%	358.457	388.396	416.629	441.944	467.495
Resultado de sociedades integradas por el método de participaci	-2.517	24.447	30.929	38.744	45.679		0	0	0	0	0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	**14.977**	**14.808**	**77.006**	**160.499**	**276.088**		**358.457**	**388.396**	**416.629**	**441.944**	**467.495**
Impuesto sobre sociedades	126.512	103.270	81.127	-37.775	-73.893		89.614	97.099	104.157	110.486	116.874
Resultado de las actividades que continuan	**141.489**						-	-	-	-	-
Resultado después de impuestos de operaciones discontinuadas	32.860						-	-	-	-	-
RESULTADO CONSOLIDADO	**174.349**	**118.078**	**158.133**	**122.724**	**202.195**	3,8%	268.842	291.297	312.471	331.458	350.621
Resultado atribuido a intereses minoritarios	-1.988	-2.809	-2.205	-1.226	-1.629	-4,9%	-1.629	-1.629	-1.629	-1.629	-1.629
RESULTADO DEL EJERCICIO atribuible a la sociedad dominante	**172.361**	**115.269**	**155.928**	**121.498**	**200.566**	3,9%	**267.213**	**289.668**	**310.842**	**329.829**	**348.992**

Tabla 11 – Evolución y proyección de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada de El Corte Inglés

Fuente: Cuentas Anuales de El Corte Inglés y elaboración propia

Balance (miles de euros)	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR	2018e	2019e	2020	2021e	2022e
ACTIVO NO CORRIENTE											
Inmovilizado material	12.813.823	12.747.769	12.610.443	12.304.258	12.083.645	-1,5%	12.023.227	11.963.111	11.903.295	11.843.779	11.784.560
Inversiones inmobiliarias	122.518	130.314	166.081	177.384	178.280	9,8%	195.751	214.935	235.999	259.127	284.521
Fondo de comercio	19.485	19.485	19.485	19.485	19.485		19.485	19.485	19.485	19.485	19.485
Otros activos intangibles	489.053	501.294	526.705	552.610	566.586	3,7%	587.550	609.289	631.833	655.211	679.453
Créditos no corrientes y otros activos fianancieros	27.735	24.001	36.215	21.669	22.053	-5,6%	20.818	19.652	18.552	17.513	16.532
Inversiones contabilizadas por el métodp de la participación	265.856	290.442	296.900	291.658	301.760	3,2%	311.416	321.382	331.666	342.279	353.232
Activos financieros no corrientes	1.017.047	1.050.199	1.016.640	1.023.246	962.411	-1,4%	948.937	935.652	922.553	909.637	896.902
Activos por impuesto diferido	894.678	862.249	1.017.708	1.025.288	883.273	-0,3%	880.623	877.981	875.347	872.721	870.103
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	**15.650.195**	**15.625.753**	**15.690.177**	**15.415.598**	**15.017.493**	**-1,0%**	**14.987.808**	**14.961.487**	**14.938.729**	**14.919.751**	**14.904.789**
ACTIVO CORRIENTE											
Existencias	1.636.308	1.788.351	1.897.925	1.860.880	2.085.905	6,3%	2.217.317	2.357.008	2.505.499	2.663.346	2.831.137
Deudores comerciales y otras cuentasa cobrar	674.428	721.708	753.686	957.684	913.500	7,9%	985.667	1.063.534	1.147.553	1.238.210	1.336.029
Deudores, empresas asociadas y partes vinculadas	83.656	106.013	28.320	25.444	22.501	-10,9%	20.048	17.863	15.916	14.181	12.635
Activos por impuesto corriente	4.157	1.605	1.498	1.477	1.588		1.588	1.588	1.588	1.588	1.588
Inversiones en empresas asociadas y partes vinculadas	2.590	5.143	121	234	2.183	-4,2%	2.091	2.003	1.919	1.839	1.761
Activos financieros corrientes	54.350	120.944	53.950	66.941	24.102	-18,4%	19.667	16.048	13.096	10.686	8.720
Otros activos corrientes	27.085	32.412	34.137	26.649	44.644	13,3%	50.582	57.309	64.931	73.567	83.351
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	86.879	125.777	171.406	154.139	212.538	25,1%	159.206	119.245	89.315	66.897	50.106
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	**2.569.453**	**2.901.953**	**2.941.043**	**3.093.448**	**3.306.981**	**6,5%**	**3.456.166**	**3.634.599**	**3.839.818**	**4.070.314**	**4.325.327**
TOTAL ACTIVO	**18.219.648**	**18.527.706**	**18.631.220**	**18.509.046**	**18.324.474**	**0,1%**	**18.443.974**	**18.596.087**	**18.778.547**	**18.990.065**	**19.230.116**

Tabla 12 – Evolución y proyección del Activo del Balance de Situación Consolidado de El Corte Inglés

Fuente: Cuentas Anuales de El Corte Inglés y elaboración propia

Balance (miles de euros)	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR	2018e	2019e	2020	2021e	2022e
PATRIMONIO NETO											
Capital	486.864	486.864	486.864	486.864	486.864	0,0%					
Reservas	8.234.730	8.340.623	8.323.586	8.269.918	8.109.993	-0,4%					
legal	97.373	97.373	97.373	97.373	97.373	0,0%					
otras reservas	8.137.357	8.243.250	8.226.213	8.172.545	8.012.620	-0,4%					
Resultados del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	172.361	115.269	155.928	121.149	200.566	3,9%	263.385	282.088	299.587	314.971	330.605
Otros instrumentos de patrimonio neto			1.000.000	1.000.000	1.000.000						
Total fondos propios	**8.893.955**	**8.942.756**	**9.966.378**	**9.877.931**	**9.797.423**	**2,4%**					
Diferencias de conversion	2.260	3.753	2.857	-1.361	-9.810						
Acciones propias	-1.027.820	-1.064.168	-1.176.667	-1.241.568	-1.326.121	6,6%					
Ajustes por cambio de valor	-40.665	-26.731	-79.491	-31.516	19.120						
por activos financieros disponibles para la venta	12.774	45.123	33.280	31.732	26.482	20,0%					
por operaciones de cobertura	-53.439	-71.854	-112.771	-63.248	-7.362	-39,1%					
Intereses minoritarios	17.670	19.690	14.662	15.845	17.447	-0,3%					
TOTAL PATRIMONIO NETO	**7.845.400**	**7.875.300**	**8.727.739**	**8.619.331**	**8.498.059**	**2,0%**	**8.668.020**	**8.841.381**	**9.018.208**	**9.198.572**	**9.382.544**
PASIVO NO CORRIENTE											
Provisiones no corrientes	947.476	895.569	938.631	900.566	801.462	-4,1%	801.462	801.462	801.462	801.462	801.462
Obligaciones y otros valores negociables no corrientes	1.402.076	2.046.188	2.077.091	2.010.273	595.804	-19,3%					
Deudas no corrientes con entidades de crédito	3.403.174	3.051.983	1.759.067	1.856.688	1.652.302	-16,5%					
Deudas con asociadas y partes vinculantes no corrientes	73.850	83.843	60.699	48.657	48.657	-9,9%					
Otros pasivos financieros	99.345	167.489	272.686	228.874	104.930	1,4%					
Proveedores de inmovilizado	61.679	117.823	114.927	93.665	22.626	-22,2%					
Pasivos por impuesto diferido	1.124.135	947.008	931.723	936.168	929.558	-4,6%	929.558	929.558	929.558	929.558	929.558
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	**7.111.735**	**7.309.903**	**6.154.824**	**6.074.891**	**4.155.339**	**-12,6%**	**5.656.227**	**5.537.264**	**5.421.716**	**5.302.688**	**5.172.668**
PASIVO CORRIENTE											
Provisiones corrientes	353	789	37607	37127	13941		13.941	13.941	13.941	13.941	13.941
Obligaciones y otros valores negociables corrientes			132887	149857	1631212						
Deudas corrientes con entidades de crédito	44271	36989	71277	56959	114408	26,8%	145.069	183.948	233.246	295.756	375.018
Deudas con asociadas y partes vinculantes corrientes	42168	69774	60367	64426	90503	21,0%	109.509	132.505	160.332	194.001	234.741
Otros pasivos financieros corrientes	50192	34709	33741	20241	115625	23,2%	142.450	175.498	216.214	266.376	328.175
Proveedores de inmovilizado	151763	116866	133440	125024	171377	3,1%	176.690	182.167	187.814	193.636	199.639
Cuentas comerciales y otras cuentas a pagar	2923166	3026519	3238484	3277941	3498395	4,6%	3.498.395	3.498.395	3.498.395	3.498.395	3.498.395
Proveedores empresas asociadas y partes vinculadas	30955	32069	20643	23210	15551	-15,8%	13.094	11.025	9.283	7.816	6.581
Pasivos por impuesto corriente	8471	10080	6690	8041	12287	9,7%	13.479	13.479	13.479	13.479	13.479
Periodificaciones	11174	14708	13521	11714	7777	-8,7%	7.100	6.483	5.919	5.404	4.934
TOTAL PASIVO CORRIENTE	**3.262.513**	**3.342.503**	**3.748.657**	**3.775.340**	**5.671.076**	**14,8%**	**4.119.727**	**4.217.442**	**4.338.623**	**4.488.804**	**4.674.904**
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	**18.219.648**	**18.527.706**	**18.631.220**	**18.469.562**	**18.324.474**	**0,1%**	**18.443.974**	**18.596.087**	**18.778.547**	**18.990.065**	**19.230.116**

Tabla 13 – Evolución y proyección del Pasivo y Patrimonio Neto del Balance de Situación Consolidado de El Corte Inglés

Fuente: Cuentas Anuales de El Corte Inglés y elaboración propia