

COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS
GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

TRABAJO DE FIN DE GRADO



El Corte Inglés

VALORACIÓN DE UNA EMPRESA

**ANÁLISIS DEL GRUPO CONSOLIDADO
EL CORTE INGLÉS, S.A**

AUTOR: HJIAJ, YOUSSEF

TUTOR: ÁLVAREZ PLAZA, JOSÉ JAIME

MADRID
MAYO 2020



Disclaimer

El presente documento ha sido elaborado para fines académicos dentro del marco de un Trabajo de Fin de Grado para un Grado de Administración y Dirección de Empresas, en el Colegio Universitario de Estudios Financieros – CUNEF – en Madrid, España.

Ni la totalidad del documento ni parte de su contenido podrán ser utilizadas para ningún otro motivo que no sea el académico, salvo consentimiento de las partes interesadas.

La información financiera histórica proporcionada y que ha servido de base para el trabajo es fiel a la información expuesta en los informes financieros del Grupo consolidado El Corte Inglés, S.A, pero las hipótesis asumidas corresponden a las necesidades de un estudio académico, por lo que la información contenida en el presente documento no podrá tomarse como referencia en ningún caso.

En consecuencia de todo lo mencionado anteriormente, ninguna parte asumirá la responsabilidad ante el uso indebido de la información contenida en el presente documento.

Índice

I.	Presentación	3
I.1.	Resumen ejecutivo	4
I.1.1.	Historia del Grupo	4
I.1.2.	Sector de actividad	4
I.1.3.	Principales magnitudes financieras	7
I.1.4.	Propiedad y Consejo de Administración	10
II.	Métodos de valoración	12
II.1.	Valoración por Descuento de Flujos de Caja	12
II.1.1.	Elaboración de las cuentas previsionales	12
II.1.2.	Cálculo del Flujo de Caja Libre	15
II.1.3.	Cálculo del WACC	16
II.1.4.	Valor Residual y Descuento de Flujos de Caja	20
II.2.	Valoración por Múltiplos Comparables	22
II.2.1.	Selección de cotizadas comparables	22
II.2.2.	Comparación de múltiplos financieros	25
III.	Conclusiones de la valoración	28
IV.	Índice de tablas y fórmulas	29
V.	Índice de gráficos	30
VI.	Bibliografía	31
VII.	Anexo	33

I. Presentación

Un elemento determinante para la toma de decisiones en el ámbito de las finanzas corporativas resulta ser la **valoración** de las empresas, no solamente a la hora de establecer los términos de determinadas *operaciones de compraventa, valorar sociedades cotizadas en bolsa, o llevar a cabo Ofertas Públicas de Adquisición*, sino que también es una metodología apropiada para apoyar la *planificación estratégica*. (Fernández, 2019)¹.

En definitiva, la valoración constituye un instrumento viable para estimar la generación de valor, referencia que permanece en la actualidad como la más consensuada para evaluar el rendimiento de las empresas.

En el presente estudio de carácter práctico se procede por tanto a aplicar los métodos de valoración normalmente empleados en la industria financiera; la Valoración por Descuento de Flujos de Caja y la Valoración por Múltiplos Comparables, con el propósito de estimar objetivamente el valor de mercado de la sociedad El Corte Inglés, S.A.

El Grupo de distribución es un referente del sector a nivel nacional, donde concentra la esencia de su actividad. Goza de una ventaja competitiva que emana de su amplia capacidad logística basada en la gestión eficiente de los almacenes, junto con la explotación de una extensa red de distribución que cubre la Península Ibérica y las islas Baleares y Canarias.

He considerado oportuno interesarme al Grupo El Corte Inglés como objeto de valoración puesto que se asemeja a lo que sería una *empresa “value”*², que teóricamente se mueve en un sector estable y maduro, lo cual permitiría llevar a cabo una valoración verosímil a partir de datos precisos e información fiable que permanece a libre disposición del público.

¹ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas y Sensatez”. Capítulo 1: “Métodos de valoración de empresas”. Social Science Research Network – SSRN. Versión: 10 de octubre de 2019.

² Concepto opuesto al de las empresas “growth”. Se distinguen a las empresas con altas expectativas de crecimiento futuro de aquellas que tienen vocación para generar valor de manera estable.

I.1. Resumen ejecutivo: El Corte Inglés, S.A

I.1.1. Historia del Grupo

La historia del Grupo El Corte Inglés se inicia poco antes del comienzo de la Guerra Civil en España, en el año 1935, cuando el Sr. D. Ramón Areces Rodríguez adquiere una sastrería en Madrid. El conflicto bélico frena lógicamente la actividad hasta que en el año **1940** se acaba constituyendo la sociedad en el Registro Mercantil de Madrid, marcando el preludio de una exitosa trayectoria empresarial.

A partir del año 1962, aprovechando una coyuntura económica ahora favorable donde el Estado español garantizaba el impulso económico a través de la industrialización y del incentivo al consumo, El Corte Inglés inicia una etapa de expansión a nivel nacional, inaugurando los primeros centros fuera de la capital, en Barcelona, Bilbao y Sevilla (El Corte Inglés, 2019)³.

Más allá de la expansión territorial, la diversificación de la actividad ha sido desde siempre una prioridad para el Grupo y un pilar fundamental de su estrategia corporativa. Así, ya por el año 1969 se constituye “Viajes El Corte Inglés”, seguida por “Óptica 2000” en 1976, e “Hiperacor” en el 1979. Desde entonces El Corte Inglés ha ido lanzando multitud de *marcas propias*⁴ que actúan en distintos sectores y que a día de hoy explican en parte la solidez financiera del Grupo.

I.1.2. Sector de actividad

A lo largo de sus ochenta años de historia, la estrategia del Grupo El Corte Inglés ha estado siempre encaminada hacia la diversificación del sector de actividad, trasladando su experiencia dentro del sector *retail* (*venta al por menor*), hacia

³El Corte Inglés: <https://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/es/quienes-somos/historia-del-grupo/un-paseo-por-el-tiempo/>

⁴ Correduría de Seguros El Corte Inglés (1982), Informática El Corte Inglés (1988), Supercor (2000), Sfera (2002), Bricor (2006), Espacio Salud y Belleza (2009), Gourmet Experience (2010), Click&Express (2015), etc.

nuevos mercados para los cuales existía la posibilidad de establecer sinergias con la amplia red logística de la que dispone la entidad a nivel nacional.

En la actualidad, el fruto de esta estrategia se observa en las líneas de negocio en las que actúa el Grupo: *Grandes almacenes, Moda, Bricolaje, Tiendas de Proximidad, Viajes, Seguros e Informática*. (El Corte Inglés, 2019) ⁵.

La distribución y venta al por menor representa la principal actividad desempeñada por el Grupo a través de sus marcas: *El Corte Inglés, Sfera, Bricor, Supercor, etc.* Al cierre del ejercicio 2018 el *retail*, que se extiende a diversos negocios especializados, había generado una cifra de negocios de **€12.974 millones**, más del 80% del importe de ventas del Grupo del mismo año.

Por otro lado, Viajes El Corte Inglés representa otra de las ramas fuertes del Grupo, con una cifra de negocios para el ejercicio 2018 que se eleva a **€2.721 millones**, cerca del 17% de la cifra de negocios consolidada. (El Corte Inglés, 2019).

Centro de Seguros y Servicios, Seguros El Corte Inglés, o Informática El Corte Inglés son otras de las filiales del Grupo que actúan en sectores diversificados, y que, junto con el resto de entidades afiliadas, contribuyen a afianzar la solidez financiera del Grupo consolidado.

Al margen de la actividad propia del Corte Inglés, es preciso aportar una visión general del sector de la distribución en España, basada en los datos proporcionados por la Asociación Nacional de Grandes Empresas de Distribución (ANGED). Según su último informe, la cifra de ventas para el conjunto del sector se elevó a cerca de **€41.482 millones**⁶, cifra de la cual aproximadamente el 38% ha sido contribución del Grupo El Corte Inglés, que generó una cifra de negocio consolidada por valor de **€15.783 millones**⁷ en el mismo período.

⁵ *El Corte Inglés*: <https://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/es/informacion-economica/lineas-de-negocio/>

⁶ *Informe anual ANGED (2018)*: <http://www.anged.es/informacion-y-datos/memoria-anual/>

⁷ *Informe financiero del Grupo Consolidado El Corte Inglés (2018)*.

En relación con la red comercial establecida por las distribuidoras que conforman la ANGED, el informe menciona que está formada por **6.429 puntos de venta** en España, lo cual constituye una *“amplia oferta de productos, marcas, canales y formatos: desde alimentación, textil, bricolaje, electrónica y electrodomésticos a hogar, juguetes, deportes, libros, productos culturales y ópticas.”* (Informe anual ANGED, 2018).

Contrastando estos datos con los del Corte Inglés, observamos que sus **1.900 puntos de venta**⁸ en España representan cerca del 30% de la red comercial de la ANGED en el año 2018, lo cual corrobora que el Grupo El Corte Inglés goza de una importante cuota de mercado en el sector de la distribución, en donde además ha logrado diversificar satisfactoriamente su negocio con grandes almacenes, supermercados, grandes superficies especializadas, agencias de viaje, etc.

Es importante aclarar que las grandes empresas de distribución comparten un reto común para todo el sector: el de la transformación digital, para hacer frente a la rápida evolución de la cuota de mercado de competidores internacionales. De este modo, las asociadas a la ANGED *“han invertido en España 16.000 millones de euros y la transformación digital ya supone el 20 % de esta inversión”*⁹, reto que constituye una de las prioridades del Grupo El Corte Inglés para los próximos años.

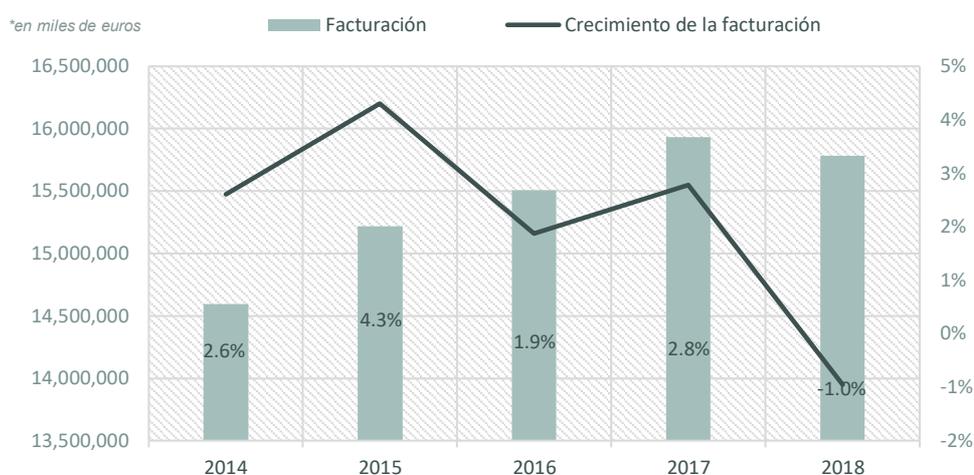
⁸ Informe no financiero del Grupo consolidado El Corte Inglés: 2018.

⁹ Informe anual ANGED (2018): <http://www.anged.es/informacion-y-datos/memoria-anual/>

I.1.3. Principales magnitudes financieras

Una vez tomado el pulso del sector de distribución y grandes almacenes en España, procedemos a analizar brevemente en el presente apartado las principales magnitudes financieras del Grupo consolidado, con el propósito de observar sus evoluciones respectivas a lo largo de los últimos años y de evaluar la situación financiera global del Grupo El Corte Inglés.

Gráfico 1: Evolución de la facturación



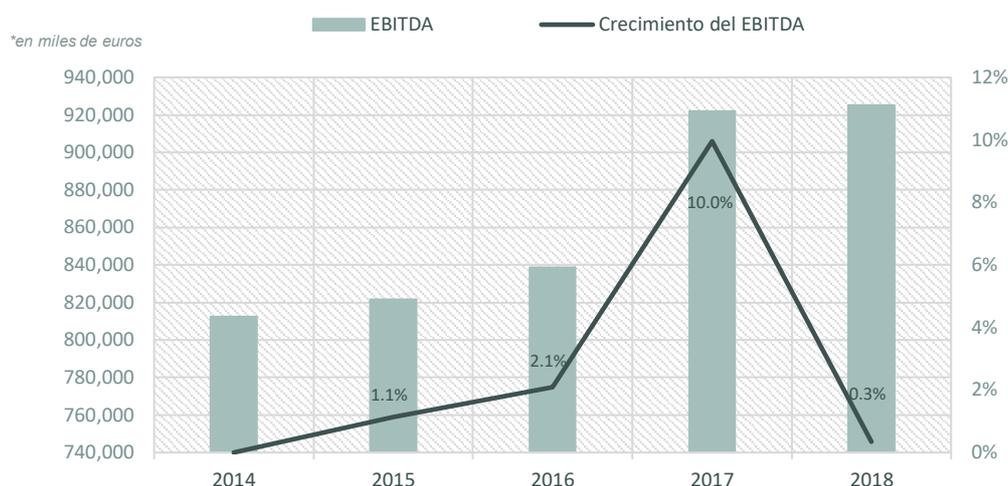
Fuente: Informes financieros del Grupo consolidado El Corte Inglés, S.A: 2014-2018.

La facturación del Grupo consolidado se elevó a **€15.783 millones** en 2018, cifra menor en 1% a la del ejercicio anterior. Sin embargo, observamos que desde el año 2015 la cifra de negocio del Grupo oscila entre los quince mil y los dieciséis mil millones de euros, lo cual supone una cierta estabilidad a nivel de ventas.

Otra de las variables relevantes resulta ser el EBITDA, o *resultado de explotación antes de intereses, tasas y amortización*, que se obtiene al deducir los costes de venta y los diversos gastos de explotación de la cifra de negocios en la Cuenta de resultados. El EBITDA es un indicador financiero independiente de determinados factores condicionantes que sesgan potencialmente la comparación entre sociedades, puesto que no incluye ni carga fiscal, ni costes financieros, ni amortizaciones.

En el caso del Corte Inglés, observamos que el EBITDA sigue una tendencia creciente en el intervalo de tiempo estudiado, con un aumento considerable del 10% en el ejercicio 2017 alcanzando un nivel de **€922 millones**, cifra que se ha mantenido estable en 2018, pasando a **€925 millones**.

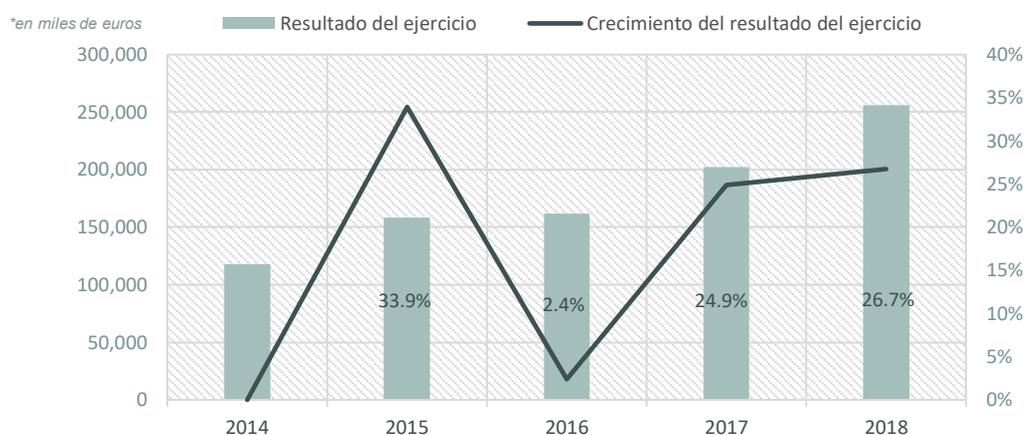
Gráfico 2: Evolución del EBITDA



Fuente: Informes financieros del Grupo consolidado El Corte Inglés, S.A: 2014-2018.

Por otra parte, también es interesante destacar la evolución del Resultado del ejercicio del Corte Inglés, que muestra igualmente tendencias crecientes a lo largo del período 2014-2018, pasando de **€118 millones** en 2014 a **€256 millones** al cierre del ejercicio 2018, lo que representa una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) cercana al 30%.

Gráfico 3: Evolución del Resultado del ejercicio

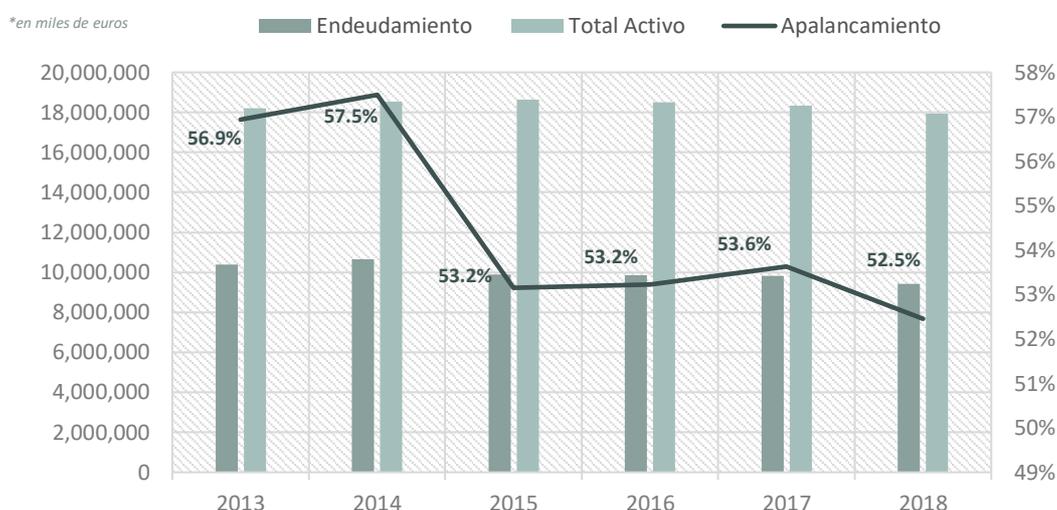


Fuente: Informes financieros del Grupo consolidado El Corte Inglés, S.A: 2014-2018.

Para concluir este breve análisis financiero del Corte Inglés, observamos a continuación la evolución del apalancamiento del Grupo consolidado, es decir, la proporción de la deuda sobre el valor contable conjunto del Patrimonio Neto y del Pasivo, o directamente sobre el total del Activo.

De este modo, se destaca una tendencia ligeramente decreciente en el apalancamiento, que oscilaba al inicio del período en torno a los **57%**, hasta alcanzar niveles cercanos al **53%** a partir del ejercicio 2015, debido a los esfuerzos del Grupo para reestructurar su endeudamiento.

Gráfico 4: Evolución del apalancamiento



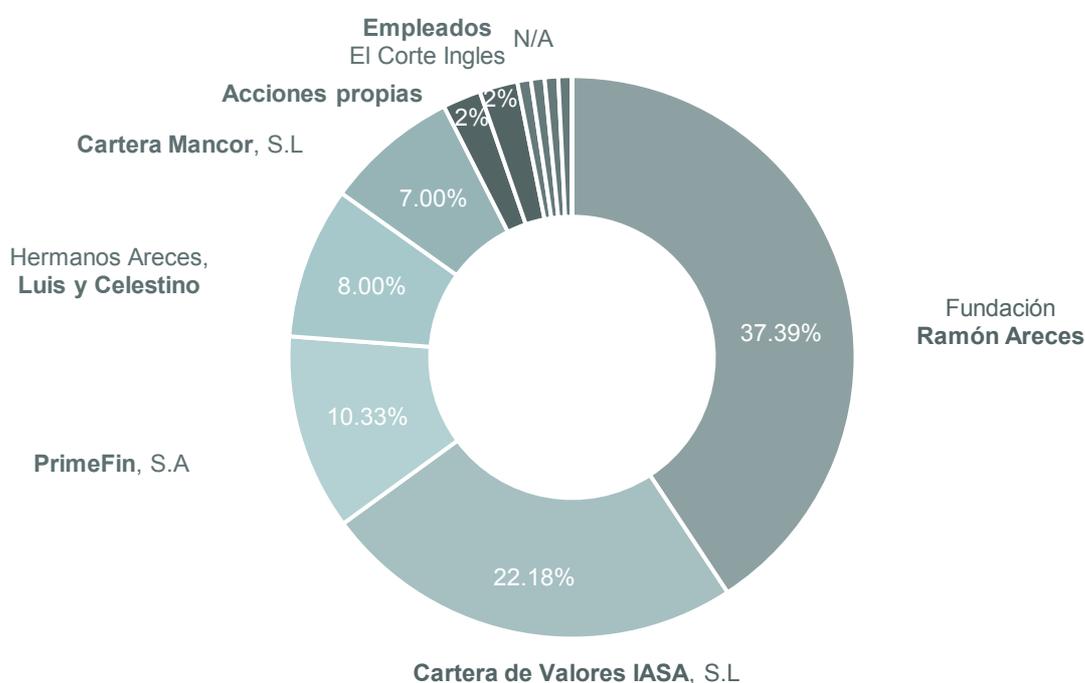
Fuente: Informes financieros del Grupo consolidado El Corte Inglés, S.A: 2014-2018.

Del análisis de las principales magnitudes financieras concluimos que El Corte Inglés resulta ser un grupo consolidado con resultados poco volátiles en el período de tiempo estudiado, y que goza de una amplia cuota de mercado a nivel nacional, lo cual justificaría parcialmente la estabilidad de ciertas magnitudes (*ventas, EBITDA, beneficio neto, etc.*). Además, tanto la estructura de propiedad del Grupo como su estructura de endeudamiento favorecen la implantación de estrategias duraderas y giradas hacia la continuidad del negocio. En definitiva, el Grupo constituye un objeto de valoración idóneo desde el punto de vista financiero.

I.1.4. Propiedad y Consejo de Administración

Cabe recordar que El Corte Inglés es una empresa familiar cuya propiedad se ha mantenido siempre en manos de la familia del Sr. D. Ramón Areces Rodríguez. De este modo, el **37.4%** del patrimonio es a día de hoy propiedad de la “Fundación Ramón Areces”, al igual que el **22.2%** le corresponde a la sociedad “Cartera de Valores IASA, S.L”, propiedad de la familia Álvarez, descendientes del Sr. D. Isidoro Álvarez, presidente histórico del Grupo y sobrino del fundador, Areces Rodríguez.

Gráfico 5: Estructura de propiedad



Fuente: Orbis – Bureau Van Dijk, El Corte Inglés, S.A – CIF: ESA28017895.

Por lo tanto, el accionariado se distribuye esencialmente entre la *Fundación Ramón Areces* (**37.4%**), la *Cartera de Valores IASA, S.L* (**22.2%**), *PrimeFin, S.A*, propiedad del jeque *Hamad Al Thani*¹⁰ (**10.3%**), los hermanos *Luis Areces y Celestino Areces* (**8.0%**), la *Cartera Mancor, S.L* (**7.0%**), los empleados del Corte Inglés (**2.0%**) y la *autocartera* (**2.0%**), como se observa en el gráfico.

¹⁰https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/09/26/mercados/1537989076_539611.html

El resto de accionistas son: César Carlos Areces Fuentes (0.71%), Ramón Areces Fuentes (0.71%), Rosario Areces Fuentes (0.71%), María Jesús Areces Fuentes (0.71%), Miguel Íñiguez Martínez (n/a), José Antonio García Miranda (n/a), Ingondel, S.L (n/a), Manuel Gómez Pastrana Morales (n/a) y Florencio Lasaga Munárriz (n/a)¹¹.

En cuanto al Consejo de Administración, es presidido desde 2019 por D^a. Marta Álvarez Guil, hija de Isidoro Álvarez, y en parte dueña del grupo a través de la Cartera de Valores IASA, S.L, en un contexto conflictivo entre varias partes dentro de la propiedad del Grupo.

A su vez, el Consejero Delegado del Grupo es D. Víctor del Pozo, “un experto en el mundo de la alimentación y en el área de Compras donde llegó a ser director”. (El Corte Inglés, 2019)¹².

A continuación, el desglose de la composición del Consejo de Administración del Grupo El Corte Inglés actualizada (abril 2020).

Tabla 1: Consejo de Administración

Presidenta del Consejo de Administración			
D ^a . Marta Álvarez Guil			
Consejero Delegado			
D. Víctor del Pozo Gil			
Consejeros		Representantes	
D ^a . Cristina	Álvarez Guil	-	
D. Fernando	Becker Zuazúa	-	
D. Florencio	Lasaga Munárriz	-	
D. Carlos	Martínez Echavarría	-	
D. Manuel	Pizarro Moreno	-	
D. Shahzad	Shahbaz	-	
Cartera Mancor	, S.L	D ^a . Paloma	García Peña
Corporación	Ceslar	D ^a . Carlota	Areces Galán
Secretario del Consejo de Administración			
D. José Ramón de Hoces		Íñiguez	
-			
Vicesecretario del Consejo de Administración			
D. Juan		Morales de la Rosa	
-			

Fuente: Orbis – Bureau Van Dijk, El Corte Inglés, S.A – CIF: ESA28017895.

¹¹ Orbis – Bureau Van Dijk – El Corte Inglés, S.A – CIF: ESA28017895.

¹² El Corte Inglés: <https://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/es/gobierno-corporativo/consejo-de-administracion/>

II. Métodos de valoración

En el presente apartado se procede a explicar el detalle de la metodología y procedimientos empleados para llevar a cabo la valoración del Grupo El Corte Inglés. Cabe aclarar que, dado el aspecto académico de la misma, se han omitido deliberadamente ciertos aspectos de la realidad que afectarían al resultado de la valoración.

Desde el punto de vista del comportamiento de la economía y del sector, factores como la incertidumbre generada por la crisis sanitaria actual de SARS-CoV-2 (*Covid-19*) o el reto de cara al futuro que supone la digitalización del comercio serían variables que se deberían de tomar en cuenta para un análisis fundamental. De igual modo, aspectos internos como los esfuerzos del Grupo en materia de reorientación estratégica o la reestructuración de la deuda bancaria serían criterios que condicionarían una valoración con efectos distintos a los académicos.

II.1. Valoración por Descuento de Flujos de Caja

El método de valoración por Descuento de Flujos Caja fundamenta su filosofía en que el valor intrínseco de una sociedad coincide con el valor conjunto de sus rendimientos futuros descontado en términos presentes. Para ello, es preciso que el objeto de la valoración sea una sociedad con flujos de caja estimables que actúe dentro de un sector estable, con poca volatilidad. Así se logrará una estimación verosímil que permitirá establecer una valoración fiable.

II.1.1. Elaboración de las cuentas previsionales

Un elemento primordial que nos permitirá estimar los flujos de efectivo futuros del Grupo El Corte Inglés son las proyecciones de los cinco ejercicios económicos siguientes, situando el presente en el año 2018, y que se desglosan en el anexo junto con las hipótesis asumidas para su preparación.

La etapa inicial, que consiste en elaborar las proyecciones de la Cuenta de resultados, requiere estimar la *tasa de crecimiento anual compuesta*¹³ del importe neto de la cifra de negocios, en este caso entre los ejercicios 2014 y 2018, que para El Corte Inglés se eleva a cerca del **1.98%**. Este dato permite determinar el crecimiento anual futuro estimado de la cifra de negocios, y marcar una referencia imprescindible para elaborar el resto de proyecciones.

De esta forma, se ha procedido a estimar las proporciones medias sobre ventas entre 2014 y 2018 de las distintas magnitudes de la Cuenta de resultados: *Personal, Otros gastos de explotación, Exceso de provisiones, deterioro y resultado por enajenaciones de activos y Amortizaciones*, con el fin de determinar sus niveles anuales futuros en función del importe neto de la cifra de negocios.

En cuanto al impuesto de sociedades, último apartado de la Cuenta de resultados, se ha estimado en torno a los **26%** para el período proyectado, cifra aproximada que se acerca a la carga impositiva de los *dos últimos ejercicios*¹⁴. Cabe aclarar que en 2016 el impuesto sobre beneficios se elevó al **8.73%**, mientras que en 2014 y 2015 El Corte Inglés se benefició de “*deducciones por reinversión de beneficios, deducciones por doble imposición – al ser un grupo consolidado – y de ingresos por regularización de los activos y pasivos por impuesto diferido por el cambio del tipo de gravamen*”¹⁵. Así, se observa que en los años 2014 y 2015 los impuestos del Grupo El Corte Inglés representan ingresos por montos respectivos de **€103.2 millones** y **€81.1 millones**.

Por lo tanto, los resultados obtenidos de las proyecciones de la Cuenta de resultados oscilan entre **€250.7 millones** en 2019E y **€270.5 millones** en 2023E, en línea con los obtenidos históricamente y asumiendo que el Grupo no genera grandes expectativas de crecimiento.

¹³ CAGR: *Compound Annual Growth Rate*.

¹⁴ *Tasa impositiva del 26.45% en 2018, y del 26.76% en 2017.*

¹⁵ *Periódico especializado. https://www.finanzas.com/empresas-y-directivos/es-verdad-que-el-corte-ingles-no-paga-impuestos_13414569_102.html*

Una vez obtenidas las proyecciones de la Cuenta de Resultados, se procede a elaborar el Balance de situación previsional, que en este caso se ha proyectado a partir del CAGR, salvo para las cuentas que se indican en las hipótesis adjuntas en el anexo, que se han estimado a partir de su proporción histórica en relación a la cifra de ventas.

El resultado de las previsiones, cuyo detalle se desglosa igualmente en el anexo, es fiel a las tendencias observadas en los últimos cinco ejercicios. Observamos que entre 2014 y 2018 las partidas no corrientes, tanto de Activo como de Pasivo, han ido disminuyendo paulatinamente; tendencia que se ha mantenido en las proyecciones realizadas y que se explicaría en la realidad por las intenciones de reestructurar la deuda por parte del Grupo.

De manera analógica, se estima que las partidas de Activo Corriente y Pasivo Corriente evolucionarán a la alza en el período proyectado, mientras que el Patrimonio neto mantendrá niveles estables, si consideramos que el reto que supone la digitalización para el sector *retail* conducirá a un fortalecimiento del negocio a corto plazo.

Tabla 2: Cuentas históricas y previsionales abreviadas

en miles de euros

Balance de situación abreviado	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Activo									
Activo no corriente total	15.690.177	15.415.598	15.017.492	14.819.669	14.511.461	14.462.037	14.306.499	14.157.616	14.015.507
Activo corriente total	2.941.043	3.093.448	3.306.982	3.124.369	3.307.350	3.260.956	3.344.614	3.366.800	3.430.861
Total activo	18.631.220	18.509.046	18.324.474	17.944.038	17.818.811	17.722.993	17.651.113	17.524.416	17.446.367
Pasivo									
Patrimonio neto	8.727.739	8.658.815	8.498.059	8.531.658	8.519.340	8.492.466	8.432.156	8.365.822	8.306.143
Capital social	486.864	486.864	486.864	486.864	486.864	486.864	486.864	486.864	486.864
Resultado del ejercicio sociedad dominante	155.928	160.633	200.566	256.188	250.701	264.799	260.134	258.971	270.542
Pasivo no corriente	6.154.824	6.074.891	4.155.338	4.756.226	5.033.940	4.918.160	4.748.144	4.617.615	4.519.613
Deuda LP	4.284.470	4.238.157	2.424.319	2.935.459	3.240.635	3.123.580	2.951.571	2.818.328	2.716.894
Pasivo corriente	3.748.657	3.775.340	5.671.076	4.656.154	4.265.531	4.312.368	4.470.812	4.540.980	4.620.611
Deuda CP	298.272	291.483	1.951.748	951.859	929.702	906.470	892.537	886.904	888.808
Total pasivo	18.631.220	18.509.046	18.324.473	17.944.038	17.818.811	17.722.993	17.651.113	17.524.416	17.446.367
Cuenta de resultados									
Importe neto de la cifra de negocios	15.219.842	15.504.573	15.934.813	15.783.037	16.095.679	16.414.514	16.739.664	17.071.256	17.409.415
Margen bruto	4.834.450	4.915.749	4.685.265	4.696.356	4.965.517	5.055.670	5.147.447	5.249.411	5.344.691
EBITDA	821.520	838.607	922.092	925.306	876.999	850.272	853.723	862.098	870.471
EBIT	299.131	319.454	411.684	421.031	338.785	357.836	351.533	349.961	365.598
EBT	77.006	177.338	276.088	253.092	338.785	357.836	351.533	349.961	365.598
Resultado atribuible a la sociedad dominante	158.133	161.859	202.195	256.188	250.701	264.799	260.134	258.971	270.542

Fuente: Informes financieros El Corte Inglés (2014-2018), elaboración propia.

II.1.2. Cálculo del Flujo de Caja Libre

Una vez determinadas las cuentas anuales previsionales de la entidad procedemos a calcular los respectivos Flujos de Caja Operativo y de Inversiones del Grupo El Corte Inglés, cuya diferencia permite determinar el *Free Cash Flow*, o Flujo de Caja Libre, estimado para los cinco ejercicios proyectados.

“Pereyra (2008) menciona que el *Free Cash Flow* corresponde al flujo de fondos operativos de una empresa, sin considerar el financiamiento de la misma, aunque si después de impuestos. Se refiere así al sobrante que quedará en la empresa luego de haber cubierto las necesidades operativas de fondos, las inversiones o desinversiones de ésta y al no haber deuda por lo que se asume que tampoco existirá una carga financiera”. (Innova Research Journal, 2016)¹⁶.

Tabla 3: Cálculo del Flujo de Caja Libre

(en miles de euros)

Estado de Flujos de Efectivo	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	299.131	319.454	411.684	421.031	338.785	357.836	351.533	349.961	365.598
t	109,0%	-7,5%	-26,3%	-25,8%	-26,0%	-26,0%	-26,0%	-26,0%	-26,0%
EBIT (1-t)	625.182	295.542	303.328	312.375	250.701	264.799	260.134	258.971	270.542
NOPAT	625.182	295.542	303.328	312.375	250.701	264.799	260.134	258.971	270.542
Depreciación y amortización	522.389	519.153	510.408	504.275	538.213	492.435	502.190	512.138	504.873
Cash Flow Operativo	1.147.571	814.695	813.736	816.650	788.914	757.234	762.324	771.109	775.415

Estado de Flujos de Efectivo	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Capex- Capital Expenditure	601.700	257.756	162.650	265.602	370.020	324.440	340.633	357.118	356.504
Variación del Fondo de ManiobraWK	-219.075	135.720	-103.542	-168.048	505.318	-24.212	-120.062	-18.249	-15.801
Cash Flow Inversiones	382.625	393.476	59.108	97.554	875.338	300.228	220.571	338.869	340.702
Free Cash Flow (FCF)	764.946	421.219	754.628	719.096	-86.424	457.006	541.753	432.240	434.713

Fuente: Informes financieros El Corte Inglés (2014-2018), elaboración propia.

Como se observa en la Tabla 3, el Flujo de Caja Operativo, que deriva de la actividad ordinaria de la entidad, resulta de deducir los gastos de amortización del NOPAT¹⁷, o *resultado operativo neto después de impuestos*. Además, para obtener el Flujo de Caja Libre, es necesario calcular la inversión en capital (CAPEX¹⁸) y las variaciones del circulante (*Working Capital*). Ambos cálculos persiguen cuantificar las variaciones del Activo producidas entre dos ejercicios. El primero, el CAPEX, estima la variación sufrida por el Activo No Corriente

¹⁶ INNOVA Research Journal, ISSN 2477-9024 (Marzo, 2016). Vol. 1, No.3 pp. 21-75.

¹⁷ Net Operating Profit After Taxes: EBIT(1-t).

¹⁸ Capital Expenditure.

deduciendo la Amortización del año base, mientras que el cálculo del Fondo de Maniobra estima las Necesidades Operativas de Financiación, lo cual se obtiene de la diferencia de las cuentas de Activo Corriente (excluyendo la caja) con las cuentas de Proveedores y/o similares. De este modo, se obtendría el Flujo de Caja de Inversiones, que, como indicado en la Tabla 3, se deduce del FCO para obtener el *Free Cash Flow*, o Flujo de Caja Libre.

II.1.3. Cálculo del WACC

Una variable que cobra mucha importancia resulta ser el WACC¹⁹, el *coste medio ponderado del capital*, tasa a la que se descuentan los rendimientos futuros para convertirlos a Valor Actual. Dicha tasa, intrínseca para cada sociedad, resulta de la suma ponderada de los respectivos costes de capital, o *equity*, y de la deuda libre de impuestos. En concreto, “el WACC se calcula ponderando las rentabilidades exigidas a la deuda (K_D) y a las acciones (K_E), en función de la estructura financiera de la empresa”, ya que al estar “valorando la empresa en su conjunto (deuda más acciones), se debe considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la proporción que financian la empresa.” (Fernández, 2019)²⁰.

Antes de proceder a describir la metodología empleada para el cálculo del WACC del Grupo El Corte Inglés, conviene recordar la fórmula del coste medio ponderado del capital, al igual que los parámetros que recoge:

Fórmula 1: WACC - Weighted Average Cost of Capital

$$\text{WACC} = K_E \frac{E}{V} + K_D (1 - t) \frac{D}{V}$$

K_E : Rentabilidad exigida a las acciones
 K_D : Coste de la deuda antes de impuestos
 E : Valor de mercado de las acciones
 D : Valor de mercado de la deuda
 V : $E+D$
 t : Tasa impositiva

Fuente: Fernández, Pablo. “Métodos de valoración de empresas”.

¹⁹ *Weighted Average Cost of Capital*.

²⁰ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas y Sensatez”. Capítulo 1: “Métodos de valoración de empresas”. Social Science Research Network – SSRN. Versión: 10 de octubre de 2019.

Para estimar el primer parámetro, la rentabilidad exigida para las acciones o coste del equity (K_E), una de las alternativas más viables consiste en referirse al modelo $CAPM_{21}$, un método de valoración de activos financieros que “preconiza que en el equilibrio, los títulos deben rendir linealmente en función de su riesgo medido por la beta (β), o covarianza entre la rentabilidad del título y del mercado, relativizada por la varianza de esta última.” (Gómez-Bezares, Madariaga y Santibáñez, 1995)²².

Por lo tanto, según el CAPM el K_E despejado resultaría de la siguiente equivalencia:

Fórmula 2: Coste del equity

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f]$$

$E(r_i)$ o K_E : Rentabilidad exigida a las acciones o coste del equity
 r_f : Tipo de interés libre de riesgo o *risk-free*
 $E(r_m)$: Rentabilidad esperada del mercado
 β_i : Riesgo sistemático del título i

Fuente: Gómez-Bezares, Madariaga y Santibáñez. “El CAPM: Metodologías de contraste”.

A raíz de esta relación, se ha procedido a estimar el K_E del Grupo consolidado El Corte inglés partiendo de un tipo de interés libre de riesgo (r_f), o *risk-free*, del **1.008%**²³ en base a la rentabilidad del bono español a diez años a principios de abril de 2019. Por otra parte, la rentabilidad esperada del mercado (r_m), se ha fijado en base a las expectativas de rentabilidad generadas por el IBEX-35 en el mismo período, que se elevaban a un **8.2%**²⁴, resultando una prima de mercado cercana al 7.192%.

²¹ *Capital Asset-Pricing Model*.

²² F. Gómez-Bezares, J. Madariaga y J. Santibáñez. “El CAPM: Metodologías de contraste”, Universidad Comercial de Deusto, Bilbao, 1995.

²³ Rentabilidad del bono español a 10 años a día 01/04/2019. <https://es.investing.com/rates-bonds/spain-10-year-bond-yield>

²⁴ <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/9857834/05/19/El-Ibex-35-genera-hoy-una-expectativa-de-rentabilidad-del-8-anual.html%20a%20d%C3%ADa%2005/05/2019>

La beta (β) estimada del Corte Inglés, por su parte, se ha tomado como dato exógeno a partir de las publicaciones del Profesor Aswath Damodaran (*Stern School of Business, NYU*). De este modo, se ha realizado la media aritmética de sus estimaciones de la beta sectorial no apalancada para los sectores “Retail – General” y “Retail – Distributors”, resultando una beta aproximada no apalancada para El Corte Inglés de **0.900**²⁵, como se puede apreciar en la tabla a continuación.

Tabla 4: Beta sectorial no apalancada

Beta: β Sectorial dato exógeno	
Beta sectorial no apalancada	
Retail - Distributors	0,880
Retail - General	0,920
Media Beta sectorial no apalancada	0,900

Fuente: Damodaran, Aswath.

Para ajustar la beta al apalancamiento en el último ejercicio del Grupo consolidado se ha procedido a multiplicar la beta sectorial no apalancada (**0.900**) por uno más la proporción de la deuda sobre los fondos propios (D/E), que en este caso es del **110.32%**, antes de deducir los impuestos:

Tabla 5: Beta apalancada

Beta: β	
Beta no apalancada	0,900
Tipo impositivo: t	26,45%
Equity (Patrimonio Neto)/V	47,55%
Deuda/V	52,45%
E+D=V	100%
Deuda/Equity (D/E)	110,32%
Beta apalancada (1)	1,392
Prima por control	3,00%
Prima por liquidez	3,50%
Beta apalancada (2)	1,457

Fuente: Elaboración propia.

²⁵A. Damodaran. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Una vez determinada la beta apalancada, que se estima en cerca de 1.39, incluimos una prima por control (**3.00%**), bajo el supuesto que el peso familiar en el capital restringiría las posibilidades de transferencia del control, y otra por liquidez (**3.50%**), al ser un grupo no cotizado, lo cual reduce la liquidez de las acciones. La beta apalancada final se estima por tanto en cerca de **1.46**, lo cual indica una volatilidad superior a la del mercado.

Sustituyendo los valores obtenidos en la fórmula del coste del *equity* (Fórmula 2), podemos concluir que la rentabilidad esperada de las acciones se estima en aproximadamente un **11.48%**.

La otra variable de la fórmula del WACC (Fórmula 1) que faltaría por determinar es por tanto el coste de la deuda (K_D), que se obtiene simplemente del coeficiente entre los gastos financieros y la deuda financiera total del mismo ejercicio (2018). Según este criterio, estimamos que el coste de la deuda se eleva a cerca del **5.11%**. Plasmando los resultados obtenidos en la fórmula del WACC, observamos que el coste medio ponderado del capital del Grupo El Corte Inglés es aproximadamente del **7.43%**, y cuyo cálculo se desglosa a continuación.

Tabla 6: Cálculo del WACC

WACC: Weighted Average Cost of Capital	
Coste del capital: K_e	
Risk-free (R_f)	1,008%
Rentabilidad esperada del mercado (R_m)	8,200%
Risk-free (R_f)	1,008%
Beta (β)	1,457
Coste del capital (K_e)	11,488%
Coste de la deuda: K_d	
Gastos financieros (2018)	198.626
Deuda financiera total (2018)	3.887.318
Coste de la deuda (K_d)	5,110%
Equity: $E(2018)$	8.531.658
Deuda: $D(2018)$	9.412.380
Valor contable: $V(2018)$	17.944.038
Tasa impositiva:	26,45%
E/V	47,55%
D/V	52,45%
WACC: Weighted Average Cost of Capital	7,433%

Fuente: Elaboración propia.

II.1.4. Valor Residual y Descuento de Flujos de Caja

Ante el hecho de que realizar proyecciones que cubran toda la vida de la sociedad resultaría inviable, el procedimiento comúnmente seguido consiste en estimar un **Valor Residual** que representa el valor de la empresa en el año n , adicionalmente a los *Free Cash Flows* que se han calculado para las proyecciones a cinco años, antes de descontar ambas magnitudes en términos de valor actual.

Dicho lo cual, observamos a continuación la fórmula del método DCF²⁶ que estima el *Enterprise Value (EV)* o *Valor de la Empresa*:

Fórmula 3: Enterprise Value – Descuento de Flujos de Caja

$$EV = \frac{FCF_1}{1+WACC} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCF_3}{(1+WACC)^3} + \dots + \frac{FCF_5 + VR_5}{(1+WACC)^5}$$

EV: Valor de la Empresa o *Enterprise Value*
FCF: Flujo de Caja Libre o Free Cash Flow
WACC: Coste medio ponderado del capital
VR: Valor Residual

Fuente: Fernández, Pablo. "Métodos de valoración de empresas".

Fórmula 4: Valor Residual

$$VR_n = \frac{FCF_n (1+g)}{WACC - g}$$

VR: Valor Residual
FCF: Flujo de Caja Libre o Free Cash Flow
WACC: Coste medio ponderado del capital
g: Tasa de crecimiento constante
n: Años

Fuente: Fernández, Pablo. "Métodos de valoración de empresas".

Se ha estimado para el Grupo consolidado El Corte Inglés un Valor Residual a partir del Flujo de Caja Libre del quinto año proyectado (2023E) que se eleva a cerca de **€4.768 millones**, asumiendo un crecimiento perpetuo del 1% suponiendo que el Grupo no genere necesariamente grandes expectativas.

²⁶ *Discounted Cash Flows*

Descontando los *Free Cash Flows* junto con el Valor Residual a una tasa de descuento del **7.43%** según se indica en la Fórmula 3, obtenemos que el Valor de Empresa o *Enterprise Value* del Grupo El Corte Inglés ronda en torno a los **€6.149 millones**.

Tabla 7: Cálculo del DCF – EV del Corte Inglés

(en miles de euros)

Descuento de Flujos de Caja	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	Valor Residual
Free Cash Flow (FCF)	-86.424	457.006	541.753	432.240	434.713	6.824.618
Años	1	2	3	4	5	
WACC	7,43%					
Factor de descuento	1,074	1,154	1,240	1,332	1,431	
Crecimiento perpetuo (g)	1,00%					
Free Cash Flow (FCF), Valor Actual	-80.444	395.952	436.901	324.464	303.742	4.768.483
Enterprise value (EV)						6.149.098
Deuda financiera neta (2018)						3.653.766
Capitalización de mercado						2.495.332

Fuente: Informes financieros El Corte Inglés (2014-2018), elaboración propia.

Contrastando este valor con el de la Deuda financiera neta para el ejercicio 2018, observamos que la capitalización de mercado del Grupo El Corte Inglés giraría alrededor de los **€2.495 millones**.

Una vez estimado el Valor de Empresa o *Enterprise Value* del Grupo consolidado El Corte Inglés, y con el fin de plantear un amplio abanico de escenarios, se ha considerado oportuno realizar un análisis de sensibilidad con dos variables: el **crecimiento (g)**, que actuaría sobre el Valor Residual (Fórmula 4), y el **WACC**, que incidiría sobre todo el denominador del Descuento de Flujos de Caja (Fórmula 3). De este modo, observamos que en un escenario pesimista el *Enterprise Value* se reduciría a cerca de **€5.132 millones** asumiendo un crecimiento del **0.75%** y un WACC del **8.43%**, mientras que en un escenario optimista el valor del Grupo El Corte Inglés podría acercarse a los **€7.969 millones**, como se indica a continuación:

Tabla 8: Análisis de sensibilidad

		Crecimiento(g)				
		0,50%	0,75%	1,00%	1,50%	2,00%
WACC	9,43%	4.402.937	4.500.622	4.604.099	4.830.616	5.087.606
	8,43%	5.003.405	5.132.368	5.270.007	5.575.060	5.927.531
	7,43%	5.777.340	5.953.388	6.143.118	6.570.542	7.076.632
	6,43%	6.812.435	7.063.570	7.337.815	7.969.686	8.744.081
	5,43%	8.267.480	8.648.114	9.071.675	10.080.319	11.382.731

Fuente: Elaboración propia.

II.2. Valoración por Múltiplos Comparables

Una alternativa para estimar o contrastar el valor del Grupo consiste en posicionarlo en relación a una serie *sociedades cotizadas comparables*²⁷, con el propósito de determinar cómo valoraría un mercado organizado al Corte Inglés a través del método de valoración por Múltiplos Comparables.

Para evitar cualquier sesgo en la metodología que emane de las diferencias difícilmente medibles entre las sociedades²⁸, se realiza la comparación mediante múltiplos independientes de la actividad de la sociedad, magnitudes financieras homogeneizadas que permiten llevar a cabo una valoración imparcial o por lo menos independiente de ciertos condicionantes.

Por lo tanto, procederemos a comparar las cotizadas comparables seleccionadas a través de los siguientes ratios financieros: *EV/EBITDA*, *Capitalización/Flujo de Caja Operativo*, *EV/Ventas* y *PER*.

II.2.1. Selección de cotizadas comparables

Diversos grupos de distribución y grandes almacenes en Europa se asemejan bastante a los estándares del Grupo El Corte Inglés, como *Galeries Lafayette*, *Le Printemps* y *Le Bon Marché*²⁹ en Francia, o todavía *Harrods*, *John Lewis*, *Debenhams*³⁰ y *Selfridges* en Reino Unido. Sin embargo, los grupos europeos cotizados comparables a nuestro objeto de valoración permanecen escasos, destacando principalmente al grupo británico *Marks&Spencer (M&S)*, cotizado en la Bolsa de Londres: el *London Stock Exchange*.

La cadena *Marks & Spencer*, que opera a nivel internacional, actúa en el sector de la distribución y grandes almacenes, concretamente: *alimentación, ropa, hogar y servicios bancarios y de inversión*, demostrando la misma capacidad que

²⁷ Conjunto de sociedades comparables en términos de sector de actuación, alcance geográfico, expectativas de crecimiento, etc.

²⁸ Estructuras de costes, características peculiares del sector de actividad, etc.

²⁹ Propiedad del Grupo LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy), que cotiza en el Euronext.

³⁰ Cotizaba en el London Stock Exchange hasta ser retirada de la negociación por insolvencia: <https://www.moneysavingexpert.com/news/2020/04/debenhams-falls-into-administration/>

El Corte Inglés para ofrecer un amplio abanico de productos y servicios. El grupo británico generó una cifra de ventas cercana a **£10.700 millones** (más de **€12.300 millones**³¹) en el ejercicio 2018, ocupando el segundo puesto de *retailer* online en Europa gracias a la ventaja que representa su plataforma de comercio electrónico. (Marks&Spencer, 2018)³².

En definitiva, *M&S* es en Europa el grupo cotizado más semejable al objeto de la presente valoración, al ser un grupo fortalecido por la diversidad de sus fuentes de ingresos y que goza de sinergias derivadas de su amplia capacidad de alcance geográfico y de logística empresarial.

Otros grupos norteamericanos cotizados en el NYSE³³ constituirían igualmente una base comparable sólida; *Macy's Inc.*, *Kohl's*, *Sears*³⁴, *Neiman Marcus*³⁵, o *Nordstrom* son importantes enseñas de distribución y grandes almacenes estadounidenses que comparten un modelo de negocio equiparable al del Corte Inglés³⁶.

Al margen de *Marks&Spencer*, *Macy's Inc.*, con sede en Nueva York, y “*uno de los principales minoristas de moda omnicanal del país*”, sería la segunda compañía cotizada comparable seleccionada para el presente estudio. El grupo consolidado generó en 2019 ventas por un monto de **\$24.600 millones** (cerca de **€22.400 millones**³⁷) a través de sus distintas marcas minoristas; *Macy's*, *Bloomingdale's* y *Bluemercury*. Así, el grupo de grandes almacenes se define como “*una marca icónica y líder de la industria minorista. Los clientes de Macy's acuden a sus tiendas, sitio de comercio electrónico y aplicación móvil para obtener moda, valor y productos de alta calidad*”. (Macy's Inc., 2019)³⁸.

³¹ €/\$ 1.1505 a día 14 de abril de 2020. Fuente: <https://www.xe.com/>

³² https://corporate.marksandspencer.com/documents/reports-results-and-publications/press-releases/201718/m-and-s-transformation-prelims-2018-presentation_23.5.18.pdf

³³ New York Stock Exchange.

³⁴ Se suspendió su cotización en el NASDAQ en 2018 al entrar en concurso de acreedores.

³⁵ No cotiza desde el año 2005 (NYSE).

³⁶ <https://okdiario.com/economia/corte-ingles-pelea-segundo-puesto-mundial-ventas-detras-estadounidenses-macys-kohls-2801078>

³⁷ €/\$ 0.9107 a día 14 de abril de 2020. Fuente: <https://www.xe.com/>

³⁸ <https://www.macysinc.com/> y <https://www.macysinc.com/brands>

Por su parte, *Kohl's*, enseña con cincuenta años de historia que aspira a “*ser el minorista omnicanal más gratificante y conectado de América*”, generó una cifra de negocio de aproximadamente **€16.903 millones**³⁹ en 2018, constituyendo otro de los principales actores del sector de grandes almacenes norteamericano y que nos servirá de referencia para elaborar nuestro *benchmark*.

El grupo goza de un “*poderoso portafolio de marcas - Simply Vera Vera Wang, Food Network, Nike, Columbia y demás. Con increíbles recursos a su alcance, sus marcas exclusivas están cuidadosamente diseñadas pensando en el cliente, mientras que las asociaciones con marcas nacionales ofrecen a las familias la comodidad de todo lo que necesitan en un solo lugar*”. (Kohl's, 2020)⁴⁰.

En cuanto al último grupo comparable cotizado que clausura la lista de sociedades seleccionadas, se trata de *Nordstrom*, grupo americano de *retail* y grandes almacenes que generó en 2017 ventas por un monto aproximado de **\$15.137 millones**⁴¹.

Tabla 9: Cotizadas comparables seleccionadas

Cotizadas comparables		País	Mercado	Ventas - 2018
Marks&Spencer (M&S)		Reino Unido	London Stock Exchange - LON:MKS	£ 10.688.000
Macy's Inc.		Estados Unidos	New York Stock Exchange - NYSE:M	\$ 24.837.000
Kohl's Corporation		Estados Unidos	New York Stock Exchange - NYSE:KSS	\$ 19.095.000
Nordstrom Inc.		Estados Unidos	New York Stock Exchange - NYSE:JWN	\$ 15.137.000

Fuente: *marketscreener.com*

³⁹<https://okdiario.com/economia/corte-ingles-pelea-segundo-puesto-mundial-ventas-detras-estadounidenses-macys-kohls-2801078>

⁴⁰ *Kohl's*: <https://corporate.kohls.com/company/purpose-and-values>

⁴¹*marketscreener.com*

II.2.2. Comparación de múltiplos financieros

El múltiplo *EV/EBITDA* – “factor cuantitativo que explica las valoraciones del mercado y predice el rendimiento de las acciones”⁴², es el primero que procedemos a comparar en el presente estudio.

Podemos constatar en la Tabla 10 que el multiplicador del *EV/EBITDA* del grupo de comparables cotizadas es relativamente estable al ubicarse en un rango de entre **5x y 7x veces EBITDA**.

Tabla 10: EV/EBITDA

EV/EBITDA	2015	2016	2017	2018	2019E	Promedio
Marks&Spencer (M&S)	8,26x	6,30x	7,72x	5,93x	6,90x	7,02x
Macy's	6,91x	5,68x	4,95x	3,95x	4,06x	5,11x
Kohl's Corporation	5,98x	5,41x	4,58x	5,76x	5,59x	5,46x
Nordstrom	9,18x	6,70x	5,73x	5,98x	6,17x	6,75x
Promedio						6,09x
EBITDA El Corte Inglés (2018)						925.306
EV El Corte Inglés						5.632.338

Fuente: Orbis – Bureau Van Dijk – El Corte Inglés, S.A – CIF: ESA28017895.

En conclusión, el grupo de cotizadas comparables presenta un multiplicador medio de **6.09x veces EBITDA** para el período 2015-2019E. Este dato nos puede servir de referencia para estimar el *Enterprise Value* del Grupo El Corte Inglés en relación a su EBITDA (€925.3 millones en 2018): **€5.632 millones**.

El siguiente múltiplo financiero es el de *Capitalización/FCO*, ratio que describe la magnitud en que valora el mercado los Flujos de Caja de Operaciones de la sociedad cotizada:

Tabla 11: Capitalización/FCO

Capitalización/FCO	2015	2016	2017	2018	2019E	Promedio
Marks&Spencer (M&S)	6,90x	5,45x	5,13x	5,17x	4,85x	5,50x
Macy's	8,14x	6,40x	5,01x	3,84x	4,56x	5,59x
Kohl's Corporation	5,96x	6,36x	3,27x	6,31x	5,23x	5,43x
Nordstrom	11,88x	3,66x	4,65x	5,69x	5,85x	6,35x
Promedio						5,72x
Flujo Caja Operativo El Corte Inglés (2018)						816.650
Capitalización El Corte Inglés						4.667.561
Deuda financiera neta (2018)						3.653.766
EV El Corte Inglés						8.321.327

Fuente: Orbis – Bureau Van Dijk – El Corte Inglés, S.A – CIF: ESA28017895.

⁴²Blue Mountain Capital: <https://www.bluemountaincapital.com/wp-content/uploads/2015/03/What-Does-an-EV-EBITDA-Multiple-Mean.pdf>

En este caso, en el mismo período 2015-2019E, las cotizadas comparables presentan un rango de multiplicadores aún más estrecho que con el EV/EBITDA, con valores que oscilan de media entre **5.43x y 6.35x veces FCO**. De este modo, con un Flujo de Caja Operativo de €816 millones en 2018, el mercado valoraría el capital o *equity* del Grupo consolidado El Corte Inglés en cerca de €4.667 millones en relación a las comparables, lo cual supone un *Enterprise Value* cercano a los **€8.321 millones** una vez agregada la deuda financiera neta de 2018.

Otro múltiplo frecuentemente examinado en el análisis fundamental resulta ser el PER, o *P/E Ratio*, coeficiente que indica el precio de mercado de la acción en relación al beneficio por acción, o de la misma manera, la proporción entre la capitalización bursátil y el resultado neto del ejercicio. Por lo general, cada industria suele presentar un ratio P/E propio, lo cual agiliza la comparación de los resultados en relación a los estándares del sector.

Los ratios P/E de los *retailers* seleccionados que se indican a continuación son esta vez bastante volátiles, con *Macy's* que presenta el menor multiplicador, equivalente a **4.07x veces BPA**, y *Marks&Spencer* que presenta el mayor valor, con un PER de **64.49x veces BPA** (Beneficio por acción).

Tabla 12: PER – P/E

PER - P/E Ratio	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	Promedio
Marks&Spencer (M&S)	169,00x	133,00x	7,12x	7,40x	5,91x	64,49x
Macy's	5,08x	7,23x	8,81x	-4,11x	3,33x	4,07x
Kohl's Corporation	12,70x	13,80x	9,78x	-14,00x	5,83x	5,62x
Nordstrom	19,00x	13,70x	11,60x	42,80x	7,65x	18,95x
Promedio						23,28x
Resultado del ejercicio del Corte Inglés (2018)						256.188
EV El Corte Inglés						5.964.441

Fuente: *marketscreener.com*

El P/E promedio entre los años 2018-2022E resulta ser de unas **23.28x veces**, lo cual aplicado al caso del Corte Inglés que obtuvo beneficios por €256 millones en 2018, supone una valoración del *equity* del Grupo consolidado de aproximadamente **€5.964 millones**, coincidiendo con los niveles obtenidos anteriormente comparando los múltiplos EV/EBITDA y Capitalización/FCO.

Por otra parte, el importe de ventas también constituiría una referencia de interés para evaluar a una sociedad en relación al mercado a través del múltiplo *EV/Ventas*. De esta manera, determinamos el multiplicador de la cifra de ventas del grupo de comparables seleccionadas para así establecer una aproximación del *Enterprise Value*, de manera analógica a las estimaciones anteriores.

Tabla 13: EV/Ventas

EV/Ventas- Importe neto de la cifra de negocios	2021E	2022E	Promedio
Marks&Spencer (M&S)	0,58x	0,60x	0,59x
Macy's	0,26x	0,25x	0,26x
Kohl's Corporation	0,34x	0,30x	0,32x
Nordstrom	0,34x	0,31x	0,33x
Promedio			0,37x
Ventas El Corte Inglés (2018)			15.783.037
EV El Corte Inglés			5.879.181

Fuente: *marketscreener.com*

Observamos que entre 2021E-2022E el multiplicador EV/Ventas del sector *retail* y grandes almacenes estimado por el mercado oscila entre **0.26x** y **0.59x veces Ventas**, resultando en un promedio de mercado de **0.37x veces**. Aplicado a la cifra de ventas del Grupo en 2018, obtenemos una valoración de aproximadamente **€5.879 millones**, manteniendo el rango de valores estimado a través del método de Múltiplos Comparables.

Tabla 14: Resumen de valoración por Múltiplos Comparables

	Estimación - EV	
EV/EBITDA	€	5.632.338
Capitalización/FCO	€	8.321.327
PER - P/E Ratio	€	5.964.441
EV/Ventas	€	5.879.181
Promedio	€	6.449.322

Fuente: *Elaboración propia*

En conclusión, observamos que el promedio de resultados obtenidos con el método de valoración por Múltiplos Comparables gira alrededor de los **€6.449 millones**, estimación que constituirá una referencia en el momento de sacar conclusiones de la valoración.

III. Conclusiones de la valoración

Es importante considerar que tanto la valoración por Descuento de Flujos de Caja como la de Múltiplos Comparables son estimaciones basadas en criterios racionales y apoyadas por distintas teorías. Mientras que la primera *recoge la volatilidad* del título, el método de valoración por Múltiplos Comparables resulta muy útil para *tomar el pulso del mercado* y ubicar al objeto de valoración en relación a él⁴³.

A raíz de ambos estudios, observamos que sus conclusiones respectivas convergen y establecen el *Enterprise Value* en un rango entre los **€6.449 millones** obtenidos a través de la valoración por Múltiplos Comparables, y los **€6.149 millones** obtenidos en la valoración por Descuento de Flujos de Caja.

Por lo tanto, podemos considerar que, dependiendo siempre de la coyuntura y de los diversos escenarios, y a raíz de los procedimientos previamente mencionados y detallados, el Grupo consolidado El Corte Inglés tendría un *Enterprise Value* cercano a los **€6.300 millones**.

⁴³ *Comparables - DCF: valuwalk.com/2017/08/dcf-vs-comparables/*

IV. Índice de tablas y fórmulas

I. Índice de tablas

Tabla 1: Consejo de Administración	11
Tabla 2: Cuentas históricas y previsionales abreviadas	14
Tabla 3: Cálculo del Flujo de Caja Libre	15
Tabla 4: Beta sectorial no apalancada	18
Tabla 5: Beta apalancada	18
Tabla 6: Cálculo del WACC	19
Tabla 7: Cálculo del DCF – EV del Corte Inglés	21
Tabla 8: Análisis de sensibilidad	21
Tabla 9: Cotizadas comparables seleccionadas	24
Tabla 10: EV/EBITDA	25
Tabla 11: Capitalización/FCO	25
Tabla 12: PER – P/E	26
Tabla 13: EV/Ventas	27
Tabla 14: Resumen de valoración por Múltiplos Comparables	27

II. Índice de fórmulas

Fórmula 1: WACC – Weighted Average Cost of Capital	16
Fórmula 2: Coste del equity	17
Fórmula 3: Enterprise Value – Descuento de Flujos de Caja	20
Fórmula 4: Valor Residual	20

V. Índice de gráficos

Gráfico 1: Evolución de la facturación	7
Gráfico 2: Evolución del EBITDA	8
Gráfico 3: Evolución del Resultado del ejercicio	8
Gráfico 4: Evolución del apalancamiento	9
Gráfico 5: Estructura de propiedad	10

VI. Bibliografía

- ANGED: Informe anual (2018): <http://www.anged.es/informacion-y-datos/memoria-anual/>
- Blue Mountain Capital – EV/EBITDA: <https://www.bluemountaincapital.com/wp-content/uploads/2015/03/What-Does-an-EV-EBITDA-Multiple-Mean.pdf>
- Cinco Días – El País: Jeque Hamad Al Thani – PrimeFin, S.A, disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/09/26/mercados/1537989076_539611.html
- Comparables - DCF: [valuwalk.com/2017/08/dcf-vs-comparables/](http://www.valuwalk.com/2017/08/dcf-vs-comparables/)
- Damodaran, Aswath – Betas sectoriales no apalancadas: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Debenhams – Suspensión de la cotización en el London Stock Exchange y concurso de acreedores: <https://www.moneysavingexpert.com/news/2020/04/debenhams-falls-into-administration/>
- El Corte Inglés - Historia: <https://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/es/quienes-somos/historia-del-grupo/un-paseo-por-el-tiempo/>
- El Corte Inglés – Consejo de Administración: <https://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/es/gobierno-corporativo/consejo-de-administracion/>
- El Corte Inglés – Líneas de negocio: <https://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/es/informacion-economica/lineas-de-negocio/>
- El Corte Inglés: Informe no financiero del Grupo consolidado (2018).
- El Corte Inglés: Informes financieros del Grupo Consolidado (2014-2018).
- El Economista – Expectativas de rentabilidad del mercado: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/9857834/05/19/El-lbex-35-genera-hoy-una-expectativa-de-rentabilidad-del-8-anual.html%20a%20d%C3%ADa%2005/05/2019>
- F. Gómez-Bezares, J. Madariaga y J. Santibáñez. “El CAPM: Metodologías de contraste”, Universidad Comercial de Deusto, Bilbao, 1995.
- Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas y Sensatez”. Capítulo 1: “Métodos de valoración de empresas”. Social Science Research Network – SSRN. Versión: 10 de octubre de 2019.

- Finanzas.com: https://www.finanzas.com/empresas-y-directivos/es-verdad-que-el-corte-ingles-no-paga-impuestos_13414569_102.html
- INNOVA Research Journal, ISSN 2477-9024 (Marzo, 2016). Vol. 1, No.3 pp. 21-75
- Investing.com - Rentabilidad del bono español a 10 años a día 01/04/2019: <https://es.investing.com/rates-bonds/spain-10-year-bond-yield>
- Kohl's: <https://corporate.kohls.com/company/purpose-and-values>
- Macy's Inc. - <https://www.macysinc.com/> y <https://www.macysinc.com/brands>
- Marketscreener: marketscreener.com
- Marks&Spencer: https://corporate.marksandspencer.com/documents/reports-results-and-publications/press-releases/201718/m-and-s-transformation-prelims-2018-presentation_23.5.18.pdf
- Okdiario – Sociedades comparables: <https://okdiario.com/economia/corte-ingles-pelea-segundo-puesto-mundial-ventas-detras-estadounidenses-macys-kohls-2801078>
- Orbis – Bureau Van Dijk – El Corte Inglés, S.A – CIF: ESA28017895.
- Xe.com – Tipo de cambio €/ \$ 0.9107 a día 14 de abril de 2020: <https://www.xe.com/>
- Xe.com – Tipo de cambio €/ £ 1.1505 a día 14 de abril de 2020: <https://www.xe.com/>

VII. Anexo

I. Información financiera histórica: Balance de situación

en miles de euros

Balance de situación	2014	2015	2016	2017	2018
Activo					
Activo no corriente	15.625.753	15.690.177	15.415.598	15.017.493	14.819.669
Inversiones Inmobiliarias	130.314	166.081	177.384	178.280	184.219
Inmovilizado Material	12.747.769	12.610.443	12.304.258	12.083.645	11.826.005
Fondo de Comercio	19.485	19.485	19.485	19.485	10.688
Otros activos intangibles	501.294	526.705	552.610	566.586	573.264
Créditos no corrientes y otros activos financieros	24.001	36.215	21.669	22.053	11.765
Inversiones contabilizadas por el método de participación	290.442	296.900	291.658	301.760	313.516
Activos financieros no corrientes	1.050.199	1.016.640	1.023.246	962.411	1.001.795
Activos por impuesto diferido	862.249	1.017.708	1.025.288	883.273	898.417
Activo corriente	2.901.953	2.941.043	3.093.448	3.306.981	3.124.369
Existencias	1.788.351	1.897.925	1.860.880	2.085.905	2.128.294
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	721.708	753.686	957.684	913.500	644.250
Deudores, empresas asociadas y partes vinculadas	106.013	28.320	25.444	22.501	33.119
Activos por impuesto corriente	1.605	1.498	1.477	1.588	1.675
Inversiones en empresas asociadas y partes vinculadas	5.143	121	234	2.183	2.019
Activos financieros corrientes	120.944	53.950	66.941	24.102	34.015
Otros activos corrientes	32.412	34.137	26.649	44.644	47.445
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	125.777	171.406	154.139	212.558	233.552
Total activo	18.527.706	18.631.220	18.509.046	18.324.474	17.944.038
Pasivo					
Patrimonio neto	7.875.300	8.727.739	8.658.815	8.498.059	8.531.658
Capital social	486.864	486.864	486.864	486.864	486.864
Otros Fondos Propios	8.340.623	8.323.586	8.269.918	8.109.993	7.974.234
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	115.269	155.928	160.633	200.566	256.188
Otros instrumentos de patrimonio neto		1.000.000	1.000.000	1.000.000	
Diferencias de conversión	3.753	2.857	-1.361	-9.810	-11.792
Acciones propias	-1.064.168	-1.176.667	-1.241.568	-1.326.121	-215.413
Ajustes por cambios de valor	-26.731	-79.491	-31.516	19.120	22.332
Intereses minoritarios	19.690	14.662	15.845	17.447	19.245
Pasivo no corriente	7.309.903	6.154.824	6.074.891	4.155.339	4.756.226
Provisiones no corrientes	895.569	938.631	900.566	801.462	948.172
Obligaciones y otros valores negociables no corrientes	2.046.188	2.077.091	2.010.273	595.804	1.389.400
Deudas no corrientes con entidades de crédito	3.051.983	1.759.067	1.856.688	1.652.302	1.381.628
Deudas con asociadas y partes vinculadas no corrientes	63.843	60.699	48.657	48.657	48.655
Otros pasivos financieros no corrientes	187.489	272.686	228.874	104.930	89.634
Proveedores de inmovilizado	117.823	114.927	93.665	22.626	26.142
Pasivos por impuesto diferido	947.008	931.723	936.168	929.558	872.595
Pasivo corriente	3.342.503	3.748.657	3.775.340	5.671.076	4.656.154
Provisiones corrientes	789	37.607	37.127	13.941	34.467
Obligaciones y otros valores negociables corrientes	0	132.887	149.857	1.631.212	529.541
Deudas corrientes con entidades de crédito	36.989	71.277	56.959	114.408	306.520
Deudas con asociadas y partes vinculadas corrientes	69.774	60.367	64.426	90.503	109.066
Otros pasivos financieros corrientes	34.709	33.741	20.241	115.625	6.732
Proveedores de inmovilizado	116.866	133.440	125.024	171.377	141.441
Otros pasivos corrientes	3.026.519	3.238.484	3.277.941	3.498.395	3.503.268
Proveedores empresas asociadas y partes vinculadas	32.069	20.643	23.210	15.551	6.299
Pasivos por impuesto corriente	10.080	6.690	8.841	12.287	13.215
Periodificaciones	14.708	13.521	11.714	7.777	5.605
Total pasivo	18.527.706	18.631.220	18.509.046	18.324.474	17.944.038

II. Información financiera histórica: Cuenta de resultados

en miles de euros

Cuenta de resultados	2014	2015	2016	2017	2018
Importe neto de la cifra de negocios	14.592.029	15.219.842	15.504.573	15.934.813	15.783.037
Aprovisionamientos	-10.226.009	-10.760.014	-11.000.011	-11.249.548	-11.086.681
Margen bruto	4.728.059	4.834.450	4.915.749	4.685.265	4.696.356
Personal	2.556.065	2.607.906	2.521.950	2.587.618	2.567.077
Otros gastos de explotación	1.345.601	1.314.038	1.412.864	1.043.955	1.054.374
Exceso de provisiones, deterioro y resultado por enajenaciones de activos	14.073	90.986	142.328	131.600	149.599
EBITDA	812.320	821.520	838.607	922.092	925.306
Amortizaciones	-516.612	-522.389	-519.153	-510.408	-504.275
EBIT	295.708	299.131	319.454	411.684	421.031
Ingresos financieros	32.240	11.309	10.614	9.968	2.398
Gastos financieros	-341.924	-268.804	-207.413	-192.205	-198.626
Resultado de sociedades integradas (método participación)	24.447	30.929	38.744	45.679	47.709
Diferencias de cambio	3.182	17.045	839	-5.795	341
Deterioro y resultado por enajenación de instrumentos financieros	-4.334	-2.246	22.621	-3.852	-2.120
EBT	14.808	77.006	177.338	276.088	253.092
Impuestos	103.270	81.127	-15.479	-73.893	-66.945
Resultado ejercicio	118.078	158.133	161.859	202.195	186.147
Resultado después de impuestos de operaciones continuadas	-2.809	-2.205	-1.226	-1.629	72.064
Resultado atribuido a intereses minoritarios					-2.023
Resultado atribuible a la sociedad dominante	115.269	155.928	160.633	200.566	256.188

III. Cuentas previsionales: Cuenta de resultados

en miles de euros

Cuenta de resultados	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Importe neto de la cifra de negocios	16.095.679	16.414.514	16.739.664	17.071.256	17.409.415
Aprovisionamientos	-11.130.162	-11.358.843	-11.592.217	-11.821.845	-12.064.725
Margen bruto	4.965.517	5.055.670	5.147.447	5.249.411	5.344.691
Personal	2.685.441	2.708.395	2.762.045	2.816.757	2.872.554
Otros gastos de explotación	1.294.080	1.345.990	1.372.652	1.399.843	1.427.572
Exceso de provisiones, deterioro y resultado por enajenaciones de activos	108.998	151.014	159.027	170.713	174.094
EBITDA	876.999	850.272	853.723	862.098	870.471
Amortizaciones	-538.213	-492.435	-502.190	-512.138	-504.873
EBIT	338.785	357.836	351.533	349.961	365.598
EBT	338.785	357.836	351.533	349.961	365.598
Impuestos	-88.084	-93.037	-91.399	-90.990	-95.055
Resultado ejercicio	250.701	264.799	260.134	258.971	270.542
Impuestos de operaciones continuadas					
Resultado atribuido a intereses minoritarios					
Resultado atribuible a la sociedad dominante	250.701	264.799	260.134	258.971	270.542

Hipótesis- Cuenta de resultados	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Crecimiento del Importe neto de la cifra de negocios	1,98%	1,98%	1,98%	1,98%	1,98%
Margen Bruto sobre ventas	30,85%	30,80%	30,75%	30,75%	30,70%
Gastos del personal sobre ventas	16,68%	16,50%	16,50%	16,50%	16,50%
Otros gastos de explotación	8,04%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%
Exceso de provisiones, deterioro y resultado por enajenaciones de activos	0,68%	0,92%	0,95%	1,00%	1,00%
Amortizaciones	-3,34%	-3,00%	-3,00%	-3,00%	-2,90%
Tasa impositiva (t)	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%

IV. Cuentas provisionales: Balance de situación

en miles de euros

Balance de situación	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR
Activo						
Activo no corriente	14.511.461	14.462.037	14.306.499	14.157.616	14.015.507	-1,3%
Inversiones Inmobiliarias	200.872	219.031	238.832	260.422	283.964	9,0%
Inmovilizado Material	11.606.173	11.390.427	11.178.691	10.970.892	10.766.955	-1,9%
Fondo de Comercio	16.846	16.846	16.846	16.846	16.846	
Otros activos intangibles	592.816	613.036	633.945	655.567	677.926	3,4%
Créditos no corrientes y otros activos financieros	24.308	24.790	25.281	25.782	26.292	
Inversiones contabilizadas por el método de participación	160.957	279.047	284.574	290.211	295.960	
Activos financieros no corrientes	1.001.795	1.001.795	1.001.795	1.001.795	1.001.795	
Activos por impuesto diferido	907.694	917.066	926.535	936.102	945.768	1,0%
Activo corriente	3.307.350	3.260.956	3.344.614	3.366.800	3.430.861	1,9%
Existencias	2.037.803	2.078.170	2.119.336	2.161.317	2.204.130	
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	833.413	849.922	866.757	883.927	901.436	
Deudores, empresas asociadas y partes vinculadas	45.961	46.871	47.800	48.747	49.712	
Activos por impuesto corriente	1.693	1.711	1.729	1.748	1.767	1,1%
Inversiones en empresas asociadas y partes vinculadas	1.598	1.265	1.001	793	627	-20,8%
Activos financieros corrientes	63.798	46.460	33.834	24.639	17.943	-27,2%
Otros activos corrientes	52.187	57.403	63.140	69.450	76.392	10,0%
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	270.897	179.155	211.017	176.180	178.854	16,7%
Total activo	17.818.811	17.722.993	17.651.113	17.524.416	17.446.367	-0,8%
Pasivo						
Patrimonio neto	8.519.340	8.492.466	8.432.156	8.365.822	8.306.143	2,0%
Capital social	486.864	486.864	486.864	486.864	486.864	0,0%
Otros Fondos Propios	7.885.180	7.797.120	7.710.044	7.623.940	7.538.798	-1,1%
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	250.701	264.799	260.134	258.971	270.542	22,1%
Otros instrumentos de patrimonio neto						
Diferencias de conversión						
Acciones propias	-144.490	-96.918	-65.008	-43.605	-29.248	-32,9%
Ajustes por cambios de valor	21.950	21.574	21.205	20.842	20.485	-1,7%
Intereses minoritarios	19.135	19.026	18.918	18.810	18.703	-0,6%
Pasivo no corriente	5.033.940	4.918.160	4.748.144	4.617.615	4.519.613	-10,2%
Provisiones no corrientes	938.381	956.969	975.926	995.257	1.014.972	
Obligaciones y otros valores negociables no corrientes	1.609.568	1.745.772	1.780.354	1.815.620	1.851.586	
Deudas no corrientes con entidades de crédito	1.381.628	1.133.296	929.599	762.514	625.461	-18,0%
Deudas con asociadas y partes vinculadas no corrientes	45.460	42.475	39.686	37.080	34.645	-6,6%
Otros pasivos financieros no corrientes	186.037	189.722	193.480	197.313	201.222	
Proveedores de inmovilizado	17.942	12.314	8.451	5.800	3.981	-31,4%
Pasivos por impuesto diferido	854.924	837.611	820.648	804.029	787.747	-2,0%
Pasivo corriente	4.265.531	4.312.368	4.470.812	4.540.980	4.620.611	8,6%
Provisiones corrientes	25.683	26.192	26.711	27.240	27.779	
Obligaciones y otros valores negociables corrientes	496.763	506.603	516.638	526.872	537.309	
Deudas corrientes con entidades de crédito	306.520	260.542	221.461	188.242	160.005	
Deudas con asociadas y partes vinculadas corrientes	121.952	136.360	152.471	170.485	190.627	11,8%
Otros pasivos financieros corrientes	4.468	2.965	1.968	1.306	867	-33,6%
Proveedores de inmovilizado	148.353	155.603	163.208	171.184	179.550	4,9%
Otros pasivos corrientes	3.122.562	3.184.416	3.347.933	3.414.251	3.481.883	
Proveedores empresas asociadas y partes vinculadas	20.686	21.096	21.514	21.940	22.375	
Pasivos por impuesto corriente	14.141	15.131	16.191	17.325	18.539	7,0%
Periodificaciones	4.404	3.460	2.719	2.136	1.678	-21,4%
Total pasivo	17.818.811	17.722.993	17.651.113	17.524.416	17.446.367	-0,8%
Hipótesis- Balance de situación						
Activo no corriente						
Fondo de Comercio s/ ventas	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%	
Inversiones contabilizadas por el método de participación s/ ventas	1,00%	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	
Créditos no corrientes y otros activos financieros s/ventas	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	
Activo corriente						
Existencias s/ ventas	12,66%	12,66%	12,66%	12,66%	12,66%	
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar s/ ventas	5,18%	5,18%	5,18%	5,18%	5,18%	
Deudores, empresas asociadas y partes vinculadas s/ ventas	0,29%	0,29%	0,29%	0,29%	0,29%	
Activos financieros corrientes s/ventas	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	
Pasivo no corriente						
Provisiones no corrientes s/ ventas	5,83%	5,83%	5,83%	5,83%	5,83%	
Obligaciones y otros valores negociables no corrientes s/ventas	10,00%	10,64%	10,64%	10,64%	10,64%	
Otros pasivos financieros s/ ventas	1,16%	1,16%	1,16%	1,16%	1,16%	
Pasivo corriente						
Provisiones corrientes s/ ventas	0,16%	0,16%	0,16%	0,16%	0,16%	
Obligaciones y otros valores negociables corrientes s/ ventas	3,09%	3,09%	3,09%	3,09%	3,09%	
Crecimiento deudas corrientes con entidades de crédito	0,00%	-15,00%	-15,00%	-15,00%	-15,00%	
Proveedores empresas asociadas y partes vinculadas s/ ventas	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	
Otros pasivos corrientes s/ ventas	19,40%	19,40%	20,00%	20,00%	20,00%	

Autor: Hjjaj, Youssef
Tutor: Álvarez Plaza, José Jaime



Trabajo de Fin de Grado
Colegio Universitario de Estudios Financieros - CUNEF